全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

HZ BOOKS
华章经管

PEARSON

SHOCK MARKETS

Trading Lessons for Volatile Times

交易真规则

黑天鹅时刻的七种逆袭

[美] 亚历山大·韦伯（Alexander Webb）
罗伯特 I. 韦伯（Robert I. Webb） 著

渠波 韩斌 李汉军 译

世界上80%的交易快如闪电
来自中国的消息能即刻冲击纽约市场
剧烈波动已成为常态
热点、泡沫、崩溃、危机
市场从来不缺意外，本书让你走在曲线之前

机械工业出版社
China Machine Press

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

交易真规则

黑天鹅时刻的七种逆袭

[美] 亚历山大・韦伯（Alexander Webb）
罗伯特 I. 韦伯（Robert I. Webb） 著

渠波 韩斌 李汉军 译

机械工业出版社
China Machine Press

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图书在版编目（CIP）数据

交易真规则：黑天鹅时刻的七种逆袭 /（美）韦伯（Webb, A.），（美）韦伯（Webb, R. I.）著；渠波，韩斌，李汉军译．—北京：机械工业出版社，2015.11

ISBN 978-7-111-52180-8

I. 交… II. ①韦… ②韦… ③渠… ④韩… ⑤李… III. 股票投资－基本知识 IV. F30.91

中国版本图书馆 CIP 数据核字（2015）第 267810 号

本书版权登记号：图字：01-2014-0680

Alexander Webb, Robert I. Webb. Shock Markets: Trading Lessons for Volatile Times.
ISBN 978-0-13-233795-3
Copyright © 2013 by Pearson Education, Inc.
Simplified Chinese Edition Copyright © 2016 by China Machine Press.
Published by arrangement with the original publisher, Pearson Education, Inc. This edition is authorized for sale and distribution in the People's Republic of China exclusively (except Taiwan, Hong Kong SAR and Macau SAR).
All rights reserved.
本书中文简体字版由 Pearson Education（培生教育出版集团）授权机械工业出版社在中华人民共和国境内（不包括中国台湾地区和中国香港、澳门特别行政区）独家出版发行。未经出版者书面许可，不得以任何方式抄袭、复制或节录本书中的任何部分。
本书封底贴有 Pearson Education（培生教育出版集团）激光防伪标签，无标签者不得销售。

交易真规则：黑天鹅时刻的七种逆袭

出版发行：机械工业出版社（北京市西城区百万庄大街 22 号 邮政编码：100037）
责任编辑：冯语嫣
责任校对：董纪丽
印　　刷：北京天宇万达印刷有限公司
版　　次：2016 年 1 月第 1 版第 1 次印刷
开　　本：147mm×210mm 1/32
印　　张：10.125
书　　号：ISBN 978-7-111-52180-8
定　　价：59.00 元

凡购本书，如有缺页、倒页、脱页，由本社发行部调换
客服热线：（010）68995261 88361066　　投稿热线：（010）88379007
购书热线：（010）68326294 88379649 68995259　　读者信箱：hzjg@hzbook.com

版权所有 • 侵权必究
封底无防伪标均为盗版　　本书法律顾问：北京大成律师事务所 韩光 / 邹晓东

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

致那些冒险的勇气

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

致　　谢

本书是我们多年观察各种冲击因素对金融市场的影响的结果。我们曾与许多人士探讨金融市场，并深受影响，他们包括约翰·艾伯特，格温和荷斯蒙·尼格尔，冯伟林，瑞克·格森，米歇尔·凯尔纳，派克·吕，安迪·佩斯金，詹森·皮卡德和保罗·史丹斯基，等等。

本书多年以来还受到参与罗伯特在弗吉尼亚大学金融交易课程的许多杰出交易者和对冲基金经理（不包含上面提到的）所做的讲座之影响。这些杰出交易者和对冲基金经理包括阿基·布森，约翰·帕克，保罗·托拉杰迪，贾弗瑞·伍德里夫三世，查克·惠特曼和杰夫·亚思，等等。

非常感谢托马斯·彼得菲，朱利安·罗伯逊和乔治·索罗斯让我们在本书中引用他们书中的评论。同时我们还要感谢国际金融协会（International Institute of Finance）的沃尔夫冈·恩格尔和世界证券交易所联合会（World Federation of Exchanges）的西贝尔·伊尔马兹。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们非常感谢下列机构和个人，允许本书使用或为我们提供图表。他们分别是芝加哥期权交易所（CBOE）的马特・莫兰和盖尔・欧斯特；芝加哥商业交易所（后简称芝商所）集团（CME Group）的凯特・达西；雅虎的戴安・刘；德意志银行的乌尔夫・凡・卡尔克罗伊特博士和李奥尼德・萨伯曼博士；Stockcharts.com 网站和 XE.com 公司。

我们非常感谢克拉拉・李和安德鲁・希普利。鲍勃还要亲自致谢乔・冯、里奇・莱纳德和帕尔默・麦克劳，感谢他们激发了很多关于市场冲击的讨论。亚历克斯想要感谢今拓哉、菲利普・沃克、帕特里克・博斯特罗姆、刘海一（音译）和艾伦・格雷戈里。

我们特别要感谢金融时报出版社（FT Press）的执行编辑吉姆・博伊德，感谢他对这个项目的建议和坚定的鼓励。最后还要感谢家人在我们写这本书时对我们表现出的耐心、关爱和鼓励。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

作者简介

罗伯特 I. 韦伯在弗吉尼亚大学讲授金融交易课程，他在该校还是保罗·都铎·琼斯二世研究教授。他的研究侧重于衍生证券和市场、交易和刺激经济学。他是《交易催化剂：事件因素如何推动市场并创造交易机会》（*Trading Catalysts: How Events Move Markets and Create Trading Opportunities*，金融时报出版社，2007）和《宏观经济信息与金融交易》（*Macroeconomic Information and Financial Trading*，Blackwell，1994）的作者，是《投资策略与地方政策》（*Investment Strategy and State and Local Economic Policy*，Quorum，1992）的合著者。

罗伯特曾为世界银行投资部交易长期国债和固定收益证券；作为芝加哥商业交易所场内自营商交易期货；曾为该所设计新型金融期货和期权合约；曾任职于里根总统第一任期的总统办事机构（Executive Office of the President），行政管理和预算局；还在商品期货交易委员会（Commodity Futures Trading Commission，简称 CFTC）工作过。他曾在韩国科学技术学院商学院兼职讲学，正式执教于南加利福尼亚大学。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

罗伯特目前是《期货市场杂志》（*Journal of Futures Markets*）——具有领先地位的衍生证券与市场学术期刊的主编。他在芝加哥大学（University of Chicago）获得金融学博士学位，并在知名的学术期刊和金融报刊上发表多篇文章，包括《华尔街日报》《日本经济新闻》《投资者商业日报》，《日经周刊》和《每日经理报》。

亚历山大·韦伯是位作家，他对金融、新兴市场、政治、经济、科技和国际旅行都非常感兴趣。他曾在亚洲居住 5 年，并在香港大学获得国际商业及环球管理学士学位。他曾在香港中文大学、北京语言大学和上海交通大学学习汉语普通话，还曾在日本立命馆亚洲太平洋大学（Ritsumeikan Asia Pacific University）学习。他曾在一家芝加哥期权交易公司实习，目前在写一本新书。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Shock Markets | 目　录

致谢
作者简介

第 1 章 交易的本质 ▪1

为什么研究市场冲击 / 2 交易本质 / 4
不同角度看交易 / 5 市场形势和市场情绪 / 8
做出交易决策 / 10 内容预览 / 11 尾注 / 13

第 2 章 5 个简单的问题 ▪15

哪个（些）市场 / 16 哪个方向 / 19 多长时间 / 35
风险多大 / 42 第 6 个问题 / 45
额外的交易经验 / 46 尾注 / 47

第 3 章 黑天鹅时刻一：从泡沫中获利 ▪51

真的是泡沫吗 / 53 你能从“泡沫“中获利吗 / 57
市场理性吗 / 62 交易经验 / 71 尾注 / 72

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 4 章 黑天鹅时刻二：财报掘金 ▪77

财报 / 78 新产品——电玩游戏 / 88 并购活动 / 93
顶部变化 / 99 监管行动与诉讼 / 102
交易经验 / 104 尾注 / 105

第 5 章 黑天鹅时刻三：买传闻，卖事实 ▪115

传闻 / 116 头寸公告 / 125 被做空公司的反击 / 129
交易经验 / 130 尾注 / 131

第 6 章 黑天鹅时刻四：利用政府干预布局长期趋势 ▪137

政治冲击——恐怖主义行为、战争、暗杀及政治行动 / 138
2000 年美国总统大选 / 140 国有化 / 142
给经济和市场降温 / 145 央行救助 / 146
投机者：央行 / 149 交易教训 / 156 尾注 / 158

第 7 章 黑天鹅时刻五：掠夺性交易和内幕交易 ▪163

掠夺性交易 / 165
投机冲击——“如果一开始没有成功” / 175
伦敦同业拆解利率 / 178 猎杀止损 / 179
知情交易 / 180 交易教训 / 183 尾注 / 185

第 8 章 黑天鹅时刻六：崩盘与乌龙指 ▪189

2010 年 5 月 6 日的“闪电崩盘” / 190
1987 年 10 月 19 日股市冲击 / 196
其他股市冲击 / 201 乌龙指交易 / 203

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

交易故障 / 204 交易经验 / 213 尾注 / 215

第 9 章 黑天鹅时刻七：人与机器的对决 ■219

算法交易和高频交易 / 221 避开高频交易 / 237
交易经验 / 237 尾注 / 239

第 10 章 危机中如何避险 ■243

降低风险 / 244 信贷违约掉期（CDS）/ 245
危机的性质 / 250 黄金 / 252 美国国债 / 258
货币 / 259 财富保值的矛盾 / 262
什么资产安全 / 263 交易经验 / 264 尾注 / 265

第 11 章 为什么大多数交易者都会亏损 ■269

银行 / 271 行为金融学 / 273 两个损失的故事 / 277
沃伦·巴菲特和未来能源控股（EFH）债券 / 278
交易经验 / 280 尾注 / 290

第 12 章 如何制订交易计划 ■293

交易优势和交易者类型 / 294 交易者类型 / 295
制订交易计划 / 296 风险偏好 / 风险规避 / 302
监控交易和应急预案 / 303 交易完成和交易评价 / 303
市场价格走势传达的信息 / 305 市场冲击发生后交易 / 305
冲击：常规和非常规 / 306 交易格言 / 306 尾注 / 311

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第1章

交易的本质

“发生大事件总是需要催化剂的。”

——吉姆·罗杰斯（Jim Rogers）[1]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市场每秒钟都会亏损 7180 万美元。时钟滴答作响，数百万——不，应该是数以十亿计的美元付诸东流。你的头寸正在减少，而且愈来愈少。我应该怎么做？我还能做什么？这到底是怎么回事？

这不是电影中的情节——这是真实发生于 2010 年 5 月 6 日的闪电崩盘（flash crash）。考虑到现在市场的复杂性，再次发生这种事情只是个时间问题，而不是是否发生的问题。

在一个高频交易者（high-frequency traders，简称 HFTs）的成交量占美国股票总成交量 84% 的市场里，你怎样才能赚到钱呢？[2] 在这个充满不确定性的世界中，如何才能使风险最小化，收益最大化？

是什么导致股票价格变化？是什么驱动着整体股票市场运行？鉴于市场催化剂诱发股票价格突然发生急剧变动，你如何才能从中盈利呢？本书对这些问题进行了解答，而且谈得更多。它用众多真实案例，既阐明潜在的盈利机会，又说明市场冲击所诱发的风险。从企业高管的举措到监管者的裁决，从盈利公告到合并协议，从诉讼到和解，从宏观经济报告到政府政策措施，从选举到恐怖袭击，本书将带你走进市场，让你理解市场到底发生了什么，而且为什么会发生。它不仅对市场的潮流与时尚，泡沫与崩盘，以及市场危机期进行了分析，还解释了如何构建并执行稳定的交易计划。

为什么研究市场冲击

市场冲击（market shocks）展示了市场对消息面的反应。研究早前发生的市场冲击是理解并对未来市场冲击做出反应的关键。当下

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一轮市场冲击发生时，你可能只有片刻的反应时间，那时你能有所准备吗？

分析市场冲击可以使你区别对待市场对某个特定消息事件做出的反应。此外，分析市场对具体消息事件的反应将提供找到驱动市场交易主题的线索。

市场可能平静，也可能大幅波动。两者都以出现周期性的冲击因素为特点。冲击既创造风险，又提供盈利机会。极端的价格走势比你预想中的更为常见。造成市场冲击的因素有许多。市场如何对冲击做出反应是市场参与者必学的重要课程。许多成功投资者认为，他们大部分的盈利都是从每年仅有的几笔交易中获得的。逐步积累的盈利（或者亏损）来自于对一段趋势的驾驭。然而，快速的盈利（或亏损）来自于对市场价格的突然、急剧的冲击。这就是为什么理解市场冲击如此重要的原因。

单只股票的波动性要大于市场整体的波动性。那些可以造成市场暴跌（下跌20%甚至更多）或大幅反弹的因素，也能使单只股票在一天之内发生相似的状况。这意味着风险（对那些毫无准备的人）和机遇（对那些准备利用市场冲击的人）并存。

市场冲击可能很小，也可能很大。我们以Medbox为例。Medbox是一家生产医用大麻自动售药机的公司。2012年11月中旬，在几次公民投票希望使大麻在州地方层面合法化之后，该公司股票价格上涨了3000%，[3] 市值从4500万美元上涨到23亿美元。[4] 尽管股票价格从4美元到215美元的飙升持续较为短暂，但之后仍然远高于4美元，市场冲击出现的当月交易在20美元至100美元之间。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市场冲击每天都会发生。尽管本书包含一些年代较为久远的例子，但还是侧重于最近的例子。原因有以下两点。首先，市场对某个冲击的反应会随着时间而改变，因此最近的例子会让投资者对市场可能做出的反应有更好理解。其次，最近的例子更可能与投资者相关，且更易于理解。我们只是展示了一部分例子，其实例子有很多，难以穷尽涵盖。

在当今全球互联网时代，一个国家发生的冲击可能波及全球。全球资本流动既方便又快捷。同时，美国占世界股本价值的 45%，是主要的研究对象。[5] 尽管本书有很多关于美国公司的例子，但也包含了来自世界其他地方的案例。

交易本质

交易本质上是一场游戏。与其他游戏一样，对技巧和智慧有要求。运气在短期内决定交易业绩方面扮演了一定的角色。然而，从长远考虑，只有交易技巧才能决定业绩。交易如此具有挑战性，原因就在于：尽管这场游戏的目标固定（为了赚钱），但游戏“规则”会随着时间推移而改变，因为其他市场参与者对这场游戏的反应可能随着时间推移而改变。

交易者和交易活动主导了活跃的金融市场。交易影响金融市场（或者投机性）的价格表现。理解交易者如何做出决定对所有市场参与者来说都非常重要。

交易者和交易活动主导金融市场，这里面有一层重要的含义：市场价格可能会在一段特定时期内背离内在价值。这种背离可以为价值

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资者或长期交易者创造投资者机遇。

交易和投资有何不同？它们本身有许多共同点。交易和投资都需要承担风险，都以盈利为目的。尽管许多交易持续时间较短，但交易的期限并不是一定比投资期限短。同时，两者在交易标的和承担风险方面并无必然差别。

交易和投资的区别在于：大部分投资决策基于证券市场价格与其内在价值的不同。因此，投资的原则是在市场价格低于内在价值时买入，在市场价格高于内在价值时卖出。这条原则所包含的隐藏信息是：证券市场价格最终会与其内在价值一致。

相反地，除了套利交易，交易者本身并不关注价格和内在价值的关系，他们更关注价格在其交易时间内的变动，无论内在价值是多大。

不同角度看交易

看待交易的视角有很多。首要的是，交易是为了赚钱。如何赚到钱是重要问题。交易涉及理解过去，以及预计未来可能发生的价格变化。简言之，交易关乎预测未来。

交易还要承担计算过的风险（calculated risks）。换句话说，交易涉及预期管理，即弄清楚在一场押注中潜在结果的概率。除了套利交易[⊖]，所有交易都要承担风险。如果一家交易公司预计能获得 51% 的

⊖ 套利交易是一种捕捉价格微小差异的对冲投资方式。当交易标的在两个市场价格存在差别时，套利者会在同一时刻以那个较低的价格买入，以另一个较高的价格卖出。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

胜率，那么就会像赌场一样拥有优势。它可能会在某一场押注中亏损，任何具体的一场押注都有可能；但随着交易次数的增加，它会盈利。执行的交易笔数越多，这家交易公司获得盈利的可能性就越高。然而，这样一家公司在套利活动中，考虑的将是交易量，而非交易次数。

交易还和通过风险管理有效管理风险敞口有关，合理的风险管理意味着考虑到了所有的潜在风险。这一点看起来浅显易懂，但令人惊奇的是，有时连专业人士都不能良好地理解风险。对冲基金经理们试图在一定风险基础上获得超额收益或者阿尔法策略[一]收益。金融危机说明许多对冲基金追求的是贝塔策略[二]，而不是阿尔法策略。阿尔法策略可以使它们在一定风险基础上获得超高收益，而贝塔策略带来的更高收益看起来似乎是对承担风险的补偿，而不是超高收益的来源。

交易与做出决策有关，而且通常是在不确定的条件下。交易者既要利用先验信息[三]，还要避免潜在的决策漏洞。

交易与找出并利用优势或者相对有利条件有关。你的交易优势是什么？

可以说，我们要认识到，关于交易的最重要的特点是，交易是游戏。作为游戏，重要的是理解游戏策略并预测其他玩家可能出现的行为。交易所蕴含的一个策略因素就是预测其他交易者的行为，并预测他们将如何反应。成功的交易策略应该是动态的，因为市场形势会改变。

㊀ 阿尔法策略是依靠精选行业和个股来超越大盘。——译者注
㊁ 贝塔策略是依靠准确地把握市场大势，准确择时来获得超越大盘的收益。——译者注
㊂ 先验信息是获得样本试验之前获得的经验和历史资料。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

交易与明晰概率有关。尽管交易者只喜欢把赌注押在可盈利的结果上，但风险总是不可避免的。交易秘诀是不寻求同额投注，而是寻求在潜在结果有利于你时单边押注。

市场上有许多关于交易和交易者的普遍误解。举例来说，没人可以预测到市场中每一个价格走势。然而，要成为成功的投资者，你无须这样做。大部分成功投资者交易的亏损次数要多于盈利次数。

多少击球率才能进入职业棒球大联盟呢？许多人说平均击球率 300（即击中球的概率是 30%）就具有资格了。还有典型的自主交易者保罗·都铎·琼斯二世，他是福布斯 400 富豪榜——美国最有钱人名单的成员之一，有一次他说他 70% 的交易都是亏损的。如果大部分时间都在亏损，那么他如何成为最成功的交易者之一呢？答案就是，截断亏损，让利润奔跑。他的击球率是 300。

关乎交易的一个常见误解是投资者喜欢承担风险。的确，风险为投资者提供了机遇，但投资者更喜欢承担少量风险。理想型的交易就是乔治·索罗斯所讲的“不同额赌注”，就是把赌注押在潜在收益较大的交易上。有些著名交易的赌注就属于不同额赌注。

即使说来老套，但成功交易仍然是要低买高卖，只不过顺序可能会略有不同。不论你交易的是价格还是波动性，这一点都是适用的。虽然管理交易的规则很简单，但遵守它们却很难。

人们对成功交易的普遍认知是：交易者能在价格或者波动性出现急剧变动之前，将其辨认出来并完成这笔成功的交易。举例来说，约翰·保尔森（John Paulson）和他的投资者在 2007 ~ 2009 年的金融危机发生前就做空了次级房贷市场，他为自己及其投资者赚了 130 亿美

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

元。2006年，约翰·阿诺德（John Arnold）在他的公司成功做空阿马兰斯（Amaranth）对冲基金后成为亿万富翁。乔治·索罗斯以“打败英格兰银行”而闻名，因为他在1992年9月押注英镑将大幅下跌。保罗·都铎·琼斯二世因为成功预测1987年的股市崩盘并从中盈利而闻名。这些交易者都是通过检查基本面（有时也有技术面），然后在自主投资的基础上做出正确的交易决策。

识别出潜在交易机会，在大量潜在交易中挑出最好的，然后再执行交易，这些都非常重要。行事正确非常重要，但并不是最重要的。可以说，要达到成功交易，最重要的因素是风险控制。好消息是，良好的风险控制技巧是可以习得的。

大多数交易者对交易股票，以自主交易和根据经济基本面交易方面存在偏见。大多数个人投资者偏向于做多，即买入股票，希望日后能以更高价格卖出。其实你在上升和下跌的市场走势中都可以赚钱，一直将自己局限于做多会限制潜在的盈利交易机会。

市场形势和市场情绪

市场冲击可以在几秒钟内创造或摧毁财富，那么交易者如何才能获得盈利，并在市场的这些波动中保护自己呢？

你不是跟自己交易，因此理解其他市场参与者如何看待市场至关重要。你不仅要知道什么是市场情绪，还要知道现在的市场形势。

举例来说，经济在扩张还是收缩？它处于牛市、熊市还是无趋势的市场中？市场形势可能在某一市场冲击推动价格方面造成影响。利

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

空消息在牛市中可能被忽略，也可能产生小规模影响，但持续时间比利空消息在熊市中要短。相反地，利多消息在熊市中可能被忽略，也可能产生小规模影响，但会比同一消息在牛市或无趋势市场中持续时间短。如果你认为，某一市场冲击的效应可能有限，那么这将影响你的交易判断。如果是更为短线的交易，那么与之相关的风险也会影响到你的交易规模。

波动率指数（volatility index，简称 VIX），又称恐惧指数（fear index），是衡量市场情绪的指标之一。通常来说，波动率指数是投资者在市场，特别是美国股票市场中的恐惧标尺。投资者害怕负面的市场冲击。波动率在市场中会随着时间而改变。市场压力大和不确定性较强时期的波动率会比较高，这一点并不奇怪，比如 1997 ~ 1998 年的亚洲金融危机，2007 ~ 2009 年的全球金融危机和接下来的欧洲主权债务危机。这在图 1-1 中都有显示。图 1-1 展示了从 1990 年 1 月到 2012 年 11 月 30 日间芝加哥期权交易所的波动率指数表现。毫无意外的是，标准普尔 500 股票指数通常会与波动率指数存在很大的背离。

市场冲击可能随时发生。然而，你可以做好在所有的市场大幅波动时期从市场冲击中获利的准备。

试想，如果你的想法已经被市场消化，那么它还能价值几何？如果你已错过时机，那么你的观点价值几何？举例来说，尽管你知道，高企的价格不可持续，但泡沫持续了足够长的时间，你的认知又值几个大钱？正如第 3 章“潮流、时尚和泡沫”中分析的那样，根据 Ziemba and Ziemba（2008）的观点，乔治·索罗斯的量子基金

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（Quantum Fund）的经理们在互联网泡沫期间就恰恰犯了这样的错误。他们正确地分析到它是个泡沫，但他们预计泡沫破裂的时间比实际上要早；结果量子基金过早地做空了这个泡沫，亏损了 50 亿美元。[6]

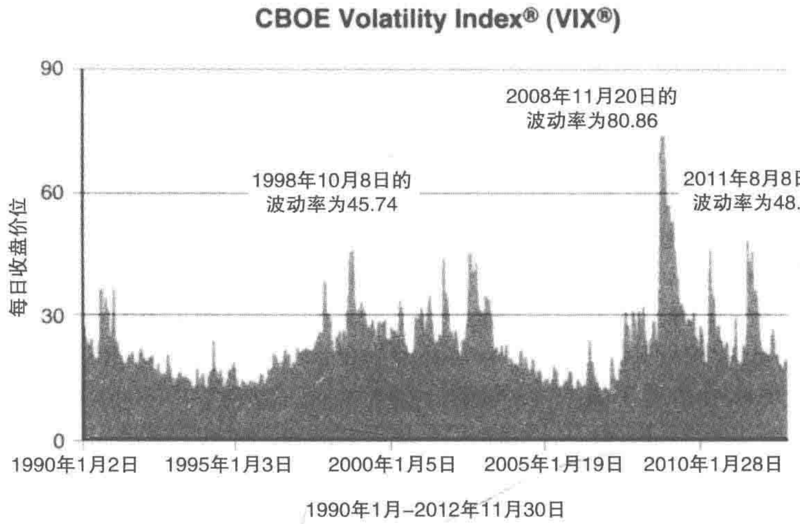


图 1-1 芝加哥期权交易所波动率指数展示了美国股票市场的不确定性

资料来源：Bloomberg and CBOE www.cboe.com/VIX

（该图由芝加哥期权交易所提供，并经许可重印，芝加哥期权交易所波动率指数（CBOE））

做出交易决策

交易决策的过程可分为 5 个方面：交易识别、机会精选、执行交易、盘面监控和交易总结。

- **交易识别**是指找到潜在盈利交易机会的技能。
- **机会精选**是对那些潜在盈利交易机会进行额外的检查，缩窄机

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

会清单范围。你要选择最好的交易机会，也就是那些在特定风险水平下最具盈利性的交易机会。

- **执行交易**是指做出交易决定之后，提交订单并使之执行。大型订单可能需要我们更多关注，因为它们的执行可能会反向影响市场价格。
- **盘面监控**要求密切关注持仓或头寸，以决定何时退出一笔亏损的交易，或者何时退出一笔盈利的交易，或者向这笔盈利的交易加仓。
- **交易总结**经常发生在平仓后。交易者要评判他们当初为什么要进场、出场，还要评判这笔交易到底让我们积累到多少经验。

内容预览

余下章节将讨论以下话题：

- 第 2 章。该章提出了 5 个简单问题，关乎交易刺激因素（哪个市场？哪个方向？仓位多大？多长时间？风险多大？），然后用市场中真实案例对其进行解答。它还提出了第 6 个问题，那就是，某一个市场中的价格走势是否会影响到其他市场，并讨论这种走势的意义。通过详尽的例子，你会知道如何执行交易，如何从那 5 个问题的回答中获得盈利。
- 第 3 章。该章先讲市场如何产生经济泡沫，然后讨论一些明显的经济泡沫和它们对交易的影响。该章还将讨论几个明显

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

错误定价和非理性上涨的案例。我们还将看看某些交易者如何试图驾驭泡沫，那是颇有启发性的。从中你会发现如何在泡沫期间获得盈利并保护自己，以及为什么有些观察家相信历史上某些著名泡沫可能根本就不是泡沫。

- 第 4 章。该章讨论来自财报、诉讼、管理层变动、合并公告等市场冲击。毫无意外，这些公告可能诱发股票价格的突然波动。也许令人惊讶的是，许多案例中的合并信息对股票价格的影响是延迟的，这就为警觉的投资者布局后续的上涨或突破提供了大量机会。
- 第 5 章。传闻或谣言影响市场价格。该章为评判传闻和保护自己不受传闻影响提供借鉴。该章会详尽讨论一个“买传闻，卖事实”的案例，并讨论由于谣言和不确定信息所引发的市场冲击的后果。
- 第 6 章。该章讨论选举、征收、监管措施和宏观经济报告如何影响金融市场价格。它提供了好几个例子，并对交易经验进行了分析。该章详细讲述了中央银行如何促成利率、汇率和股票价格的变动。此外，该章还讨论政府干预所创造的长期趋势和交易机遇。
- 第 7 章。该章讨论金融市场上的掠夺性交易和内幕交易案例。该章讨论了两者的危险性，并对交易经验进行了分析。理解掠夺性交易和内幕交易所带来的真正威胁可以帮助你更好地理解市场动态性并保护你的资产。
- 第 8 章。该章讨论的股票市场崩盘着重讲述的是 2010 年 5 月

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

6 日美国股票价格的闪电崩盘，还将分享一个较少人知道但发生在 2011 年商品市场中的类似闪电崩盘事件。另外，它讨论了交易故障和乌龙指交易案例，并为交易者分析了交易经验。

- 第 9 章。机器在金融市场中逐渐开始支配交易。然而，个人依然可以通过交易赚钱。本章分析了高频交易策略，并讨论了一些其他策略，以帮助交易者在当今机器驱动型市场（machine-driven markets）中成功交易。
- 第 10 章。该章讨论了各种避险行为，以及它们在市场动荡和金融危机期间的表现。该章还进一步分析黄金，以及它是否衬得上价值储备的声誉。哪种资产真正安全呢？投资“安全”资产是否真的像它看起来那么安全呢？
- 第 11 章。大部分交易者都亏损。有许多方法可以帮你避免犯此类错误。该章还举出好几个例子来说明这些原则。此外，该章突出了损失最小化和防范损失的重要性。
- 第 12 章。许多投资者发生亏损，原因之一就是他们没有制订并遵循可行的交易计划。该章不仅讨论了个人如何建立可行交易计划，还提供了整体策略要点，5 步计划和交易准则。

尾 注

1. Schwager, J.D., *Market Wizards: Interviews with Top Traders*, New York Institute of Finance, 1989, pp. 285.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2. Demos, T., "'Real' Investors Eclipsed by Fast Trading," *Financial Times*, April 24, 2012. http://www.ft.com/intl/cms/s/0/da5d033c-8e1c-11e1-bf8f-00144feab49a.html#axzz2G1BmAtNn.

3. Fottrell, Q., "Marijuana-dispenser stock gets too high." *WSJ MarketWatch*, November 19, 2012. http://articles.marketwatch.com/2012-11-19/finance/35251411_1_medical-marijuana-dispensaries-share-prices-day-traders.

4. *Ibid.*

5. "United States Financial Superpower," *Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook*, February 2012, pp. 55. https://www.credit-suisse.com/investment_banking/doc/cs_global_investment_returns_yearbook.pdf.

6. Ziemba, R., and W.T. Ziemba, *Scenarios for Risk Management and Global Investment Strategies*. New York: Wiley, 2008.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

SHOCK MARKETS

第2章

5个简单的问题

“在我的职业生涯中，我有9000多次投篮不中，300多场比赛失败，有26次大家相信我能在要紧关头挽回败绩时，但我没做到。在我的生命中，我总是一次次地失败，这就是我成功的原因。”[1]

——迈克尔·乔丹（Michael Jordan）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

关乎每次的潜在交易催化因素或者市场冲击，交易者都必须自问5个问题。

- 哪个（些）市场？
- 哪个方向？
- 仓位多大？
- 多长时间？
- 风险多大？

也许还可以加上第6个：某一市场的价格走势会不会影响其他市场的价格？问这些问题很容易，但要找到答案可能就并不那么容易了。以下是真实交易的案例。

哪个（些）市场

要识别最好的交易机会，就必须判断出哪个市场对冲击的反应最大。答案并不总是明显的。

2011年12月，朝鲜领导人逝世的消息导致美元升值，韩国股票市场和韩元下跌。[2] 韩元下跌的速度非常快，同时韩国股票出现了更大幅度的下跌。而有趣的是，据《金融时报》（*Financial Times*）报道，股票的最初下跌有些过度，而黄金确实是下跌了。

> "韩元下跌超过了1%……韩国交易所指数（Kospi index）跌幅超过2%……黄金……下跌了0.3%……"[3]

有时候，很难判断出何种资产会对冲击做出反应，即使该冲击引

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

发资本避险行为。在这个例子中，虽然黄金被认为是避险资产，但买入黄金可能是一笔亏损的交易。

有时候，即使是专业人士也会犯错，韦伯（Webb，2007）在其书中详细探讨的一个有趣案例就说明了这一点，我们在此简要叙述一下。[4] 2001 年 10 月 31 日，美国财政部在一个非公开的季度再融资新闻发布会上宣布中止发行长期债券——30 年期国债。上午 10 点[⊖]前，该消息一直被封锁，之后财政部让聚集在一起的记者写出该报道，同时向公众发布。其中的一个"记者"彼得·戴维斯（Peter J. Davis）实际上是位投资顾问，他把该消息透露给了不同金融公司的客户。其中一位客户，高盛集团的经济学家约翰·扬达尔（John M. Youngdahl），在其未知会上司且未获得上司批准的情况下，保留了该顾问服务。财政部于上午 9 点 25 分结束了非公开的新闻发布会，之后该顾问把消息转告给他在高盛集团的客户，接着这位客户又转而把消息告诉了高盛的债券交易员，而且并没有透露该消息是非法获得的内幕消息。债券交易员知道，未来债券供应减少，价格就会上涨。他们的交易决策是指示性的，而且也被披露在美国司法部起诉书中，表述如下：

> "上午 9 点 35 分左右，戴维斯违反禁令，致电扬达尔，向其透漏财政部要中止发行 30 年期国债的消息，还告诉他消息被禁止到上午 10 点。扬达尔转而把消息透漏给高盛集团的几个交易员，他们在获知该消息后，先于消息向公众公布前，购买了大约 8400 万美元的 30 年期国债和大约 2.336

⊖ 此处为美国东部时间，若未特别注明，下同。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

亿美元的国债期货合约（也就是2336手合约）。财政部中止发行30年期国债的决定引发了美国债券市场历史上一次最大的单日上涨。根据起诉书，虽然财政部先于原计划的上午10点，疏忽大意在上午9点43分左右泄露了该消息，但高盛集团从其当日早晨的交易获取了大约380万美元的收益…”[5]

简单地说，高盛集团的交易员做了两笔美国国债的大交易——一笔在现货市场，另一笔在债券期货市场。现货市场的债券交易押注大约是期货市场的1/3。高盛的专业交易员似乎觉得，投资于期货市场得到的回报大于现货市场投资（或者认为对债券现货市场投入太多可能使市场产生不利于己的走势，从而削减盈利）。然而，在这个案例中，押注债券期货市场其实是错误的。

虽然国债期货合约标的物来自国债现货市场，但是合约的设置允许卖方选择交割待偿期为15年或者更长的国债。理性的卖方会交付最便宜的符合条件的国债。这意味着，美国国债期货合约的持有者不会交割30年期国债，而是交割更短期的国债。归根结底，可以用最便宜的更短期国债交割的国债期货合约未像现货市场上扬得那么多。

另外，由于高盛债券交易员误判了后续上涨的持续力度，以至于太早退出现货和期货市场债券头寸。也就是说，他们对“多长时间”回答错误。摘录指出：“财政部停止发行30年期国债的决定引发了美国债券市场历史上一次最大的单日上涨。”然而，这次上涨却不成比例地影响了长期国债。芝加哥期货交易所交易的2001年12月国债期

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

货合约收盘时较前一个交易日的收盘价上涨了 $1\frac{25}{32}$ 个点，相当于一手合约价值上涨 1781.25 美元。新发行的 30 年期国债那天收盘上涨了 $5\frac{1}{4}$ 个点。简单地说，就是一笔 1 亿美元的 30 年期国债投资价值比前一个交易日上涨了 525 万美元，然而在国债期货市场上，同样规模的头寸只上涨了 1 781 250 美元。选择投资哪个市场很重要，跟选择持仓时间一样重要。

这里揭示了每位交易者如何处理盈利交易的问题：决定何时退出交易。高盛集团的债券交易员跟市场上大多数其他人一样，不知道财政部的决定会引发市场那样巨大的上涨，所以他们提前结利出场了。高盛集团没有得到非法收益，它们被没收了非法收益，并与美国证券交易委员会（SEC）达成协议，支付了 500 万美元的罚款。[6]

最后一点值得一提，无意地过早发布财政部的决定使关注财政部网站的交易者比那些等待新闻机构发布消息的人更有优势。虽然这种情况相对较少，但其他提前泄露公告信息的例子以前也发生过。这意味着，有时候可交易的信息比交易者期望的来得早。假定交易者知道了日期和预期的政府公告的发布时间，如果你准备利用这些消息进行交易，那么就要一直关注政府机构网站。

哪个方向

价格对市场冲击做出反应时会表现出“哪个方向”，答案似乎显而易见，但并非总是如此。有时候看似是个好消息，却有可能导致证

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

券下跌，而看起来是个坏消息，却有可能导致证券上涨。有时候，标的资产走出的方向更多依赖于整体市场情绪，而非具体到哪种标的资产的新闻。方向不仅受市场情绪的影响，也受证券对新闻的反应的影响。举个例子，星佳（Zynga），其大部分收入来自 Facebook 平台的游戏，公布了 2012 年第二季度财报，股票受到了冲击；第二天 Facebook 也公布季报，股票也受到了冲击。接着星佳公布了 2012 年第三季度财报，然后它的股票价格飞涨——Facebook 也照做了，第二天它的股价也飞涨。这些相关性并不是永久的，但是给精明的交易者提供了判断市场方向的线索。

贝尔斯登（Bear Stearns）

2008 年 3 月 14 日星期五的早上，摩根大通宣布与纽约联邦储备银行合作，为贝尔斯登公司提供 300 亿美元融资。该公告的目的明显是为了让市场参与者安心，以使贝尔斯登能够得到必要的融资继续营业。[7]

跟许多投资银行一样，贝尔斯登在国债和抵押支持证券方面做市。贝尔斯登通过在回购市场借入短期且通常隔夜的资金（回购协议或者附抵押贷款）为其头寸融资，[8] 利率很低，因为贷款是由美国国债担保的。而且，银行几乎可以借入所发行证券的几乎全部资金。[9] 如果长期国债利率高于短期国债利率——在这种情况下，收益率曲线向上倾斜——持有套利交易（positive carry）㊀的策略就会赚钱。简单地

㊀ 持有套利交易，指头寸的融资成本低于其收益。——译者注。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

说，如果证券价格保持不变，那么贝尔斯登从所持有国债中获取的收益会高于其融资成本。这种策略在大多数情况下表现良好。但是，当短期国债利率高于长期国债利率，或者银行被认为信用风险较差且不能在回购市场借入资金时，银行就会面临较大风险。换句话说，贝尔斯登可能会面临这一风险，即市场对其财务稳健状况的信心突然下降，将使其融资活动变得困难，这不是不可能。

2008 年年初，有关贝尔斯登财务可靠性的谣言弥漫整个市场。尽管管理层一再尝试安抚投资者，使其觉得贝尔斯登的财务状况良好，但 2008 年 3 月 13 日星期四的晚上，谣言达到高潮，贝尔斯登未能在回购市场上借到足够的资金来维持其庞大的证券头寸。贝尔斯登融资的失败无异于一场“挤兑风潮”。贝尔斯登转向纽约联邦储备银行求助。联邦储备银行认为它没有权利直接借款给像贝尔斯登这样的投资银行，于是安排摩根大通——其所监管的商业银行——作为给贝尔斯登融资的渠道。联邦储备银行对其权利的解释几天之后也许发生了改变，但不管怎么说，一切都太晚了，未能拯救贝尔斯登，也未能避免贝尔斯登被强制出售给整个市场带来的持续的抵押品损失。

公告大约发布于上午 9 点 13 分，在纽约证券交易所 9 点 30 分开市之前。[10] 公告发布时，贝尔斯登的股票在法兰克福场外交易。假设当时你在交易股票，你会买卖贝尔斯登的股票吗？记住，它之前每股交易的价格超过 170 美元，略高于前一年。你会在哪里设置止损啊？（也就是说，你在平仓前愿意接受的亏损额是多少？）毕竟，如果你错了，你还想能够再次交易。遭受大量痛苦并不是荣耀。星期四晚上，公告发布前 50 分钟，贝尔斯登的收盘价大约是每股 57 美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

回想起来，了解了贝尔斯登的失败，似乎很容易说，你应该出售贝尔斯登，然后持有空头头寸，直到贝尔斯登破产。然而，那时你并不知道这些。确切地说，你不得不去决定，怎样在承担有限风险的情况下，从这次机会中获利。那么，到底是买还是卖贝尔斯登的股票呢？交易多少？你怎样规划仓位大小？（也就是说，你要持有多大的头寸呢？）你预期持有头寸的时间有多长？

那么，到底发生了什么？公告发布时，贝尔斯登在 9 点 13 分 27 秒瞬间达到了每股 66 美元的高点，比 9 点 13 分 6 秒的 58.05 美元高出了 13%，而且它仍然比其在 8 点时的价格还高（如表 2-1 所示）。乍看之下，价格对贝尔斯登融资的新消息迅速做出了反应，似乎印证了市场的高效率。然而，后来贝尔斯登股票开始下跌，然后在 9 点 15 分 33 秒左右反弹至 65.48 美元，之后再次下跌。9 点 29 分 30 秒左右，贝尔斯登股价跌至 52.92 美元，然后在纽约证券交易所开市时又上涨到了 54.23 美元。公告的影响相当短暂。

表 2-1 贝尔斯登（BSC）在开市前的价格走势：2008 年 3 月 14 日星期五（挑选的价格）

9:13:06 AM	58.05	500	9:13:27 AM	65.99	100
9:13:09 AM	59.00	2 100	9:13:27 AM	65.99	100
9:13:09 AM	59.00	1 000	9:13:27 AM	65.93	100
9:13:09 AM	58.50	100	9:13:27 AM	63.76	200
9:13:09 AM	58.50	400	9:13:27 AM	63.84	200
9:13:09 AM	58.50	100	9:13:27 AM	64.70	100
9:13:12 AM	60.00	4 000	9:13:27 AM	64.99	100
9:13:12 AM	59.24	100	9:13:27 AM	65.99	100
9:13:15 AM	61.00	100	9:13:27 AM	65.99	100
9:13:15 AM	59.95	100	9:13:27 AM	64.72	100

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续）

9:13:18 AM	61.31	100	9:13:27 AM	65.99	200
9:13:18 AM	61.31	600	9:13:27 AM	66.00	100
9:13:21 AM	61.38	100	9:13:27 AM	64.79	100
9:13:21 AM	61.40	200	9:13:27 AM	64.79	200
9:13:24 AM	64.80	100	9:13:27 AM	66.00	200
9:13:24 AM	64.79	100			

图 2-1 展示了贝尔斯登股票价格从 8 点开始至纽约证券交易所开市后不久的表现。公告发布后，价格的上探和相对短暂的飙升非常明显。图 2-1 还显示了，在公告发布之前，价格是逐步上涨的。这波上涨与信息泄露相关——有一种看法认为，公告公布于大众前，消息可能已经被泄露并被交易。

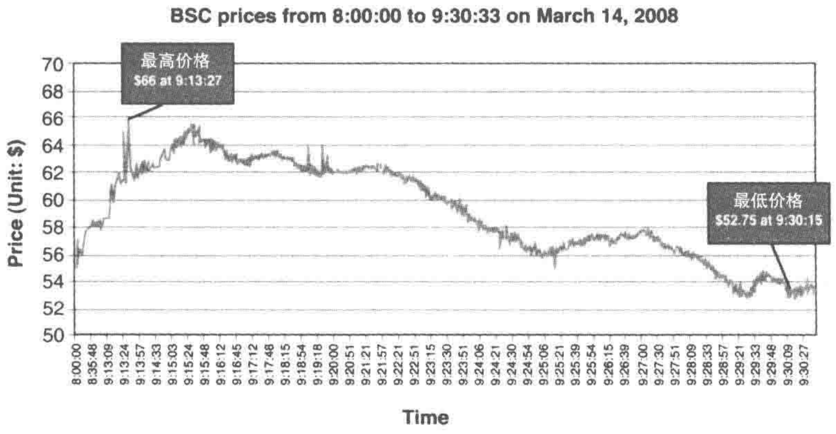


图 2-1 2008 年 3 月 14 日 8:00-9:30:33 贝尔斯登股价

该图描绘了 2008 年 3 月 14 日星期五，贝尔斯登股票价格从上午 8 点至纽约证券交易所 9:30 开市后不久的表现，包括了 9:13 摩根大通为贝尔斯登提供融资的公告发布时的股价表现。

所以，为什么摩根大通的金融救援计划一公布，贝尔斯登的股价

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

就反弹？在坏消息满天飞的情况下，这对贝尔斯登算是个好消息吗？有一种可能是，早前做空贝尔斯登股票的人为了平仓而补回空头，从而推升价格。另一个可能是交易者误解了该消息。也许他们认为这只是一揽子救援计划，而不是出售贝尔斯登给摩根大通的前奏。当然，还有一种可能就是市场犯了错。

贝尔斯登股票的开盘价是 54.23 美元，几乎比前一日的收盘价低了 3 美元，比开市前的交易高点低了几乎 12 美元。到了纽约证券交易所开市时的 9 点 30 分，很明显该公告没有达到抚平人们对贝尔斯登财务状况担忧所需要的效果。好了，现在有大量的时间做空贝尔斯登。贝尔斯登股票的交易价格持续走低，截止到 9 点 55 分 30 秒，它的交易价格是 42 美元，下降了 12 美元多。贝尔斯登股票真正的抛售出现在 10 点前的几分钟。到 10:00:51，它的交易价格是 28.52 美元，比周四的收盘价跌了一半还多。

雷曼兄弟，另一个财务状况饱受谣言困扰的投资银行，其股价走势在开市交易前与贝尔斯登某种程度上一起运行，发布摩根大通给贝尔斯登提供融资的公告后，雷曼的股价有轻微的上涨，然后随着贝尔斯登的股票下跌，它的股价也略有下降。纽约证券交易所开盘时雷曼的开盘价是 45.91 美元。鉴于贝尔斯登的股票价格在交易期间可能会进一步下跌，假设你决定做空雷曼股票，期望它和其他被传言有财务状况问题的股票，比如美林证券（Merrill Lynch）会下跌，那么在雷曼股票价格下跌并跌至 45.91 美元这一开盘价之前，你有多少时间出售该股票？答案是几分钟。那时贝尔斯登的交易价格是每股 52.19 美元，或者说从开盘价下跌了 7%。随着贝尔斯登的股价开始下跌，雷曼变

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

得对贝尔斯登的股票价格更加敏感（或者说高度相关）。当天贝尔斯登股票价格在 9 点 55 分和 10 点 01 分之间急剧下跌时，雷曼股价也触及低点。

2008 年 3 月 14 日周五，雷曼受到了严重的冲击，但是比不上贝尔斯登受到的冲击。雷曼受到的真正冲击出现在圣帕克里特节（St.Patrick's Day）。据报道，那个周末，摩根大通以每股 2 美元的价格强制收购了贝尔斯登。[11] 2008 年 3 月 17 日周一，应对贝尔斯登资金困境的政策引起市场的大面积抛售，雷曼兄弟和美林证券遭受了巨大的亏损。雷曼股票在以每股 31 美元收盘之前，一度跌至 22 美元左右。然而，该亏损并不仅限于投资银行。明显地，决策者完全没有意识到他们对贝尔斯登采取的措施将会带来巨大的连带损害。美联储改弦易辙，决定它可以直接给投资银行提供贷款。这个决定在 2008 年 3 月 18 日周二引起了道琼斯工业平均指数的反弹，当日该指数收盘上涨超过了 420 点，涨幅 3.5%。如果美联储在前一周决定直接给投资银行提供贷款，贝尔斯登就不会破产，而且大得几乎不能倒闭的摩根大通银行，就不会扩张得更加强大。这些东西，想想倒是很有意思。

从这一段得到的交易经验是什么？

- 最初的表现也许并不是最后的反应。这使止损订单（无论是心理止损还是通过经纪商设置的实际止损）成为交易的重要组成部分。
- 下行趋势的市场出现的利好消息并不能持续很长时间。如果你在下行趋势中持有一个出现亏损的头寸，那么在利好消息出现

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

时卖出也许是退出市场的好时机。

- 熊市中将赌注押在利好消息上（不是双关语）应该同时做好做空准备。
- 机会也许出现在相关股票中，随着信息从一家公司到另一家公司的层层联系，这些相关股票对具体到其他公司的消息反应更慢。举例来说，雷曼兄弟的股票就对贝尔斯登的消息表现出了看似迟缓的反应。
- 相关公司对其他公司的负面新闻的敏感度随着该公司股票价格下降的规模和速度而上升。
- 有很大机会获得收益的交易，同时也伴随着很大的风险，这一点也不奇怪。

最后，观察贝尔斯登案例的另一个比较奇异的角度是交易贝尔斯登看跌期权的交易问题。2008 年 3 月 13 日，彭博新闻社报道，还有不到一周的时间就要到期的行权价分别为 25 美元和 40 美元的贝尔斯登看跌期权的成交量和价格急剧上涨。鉴于当时贝尔斯登股票的交易价格是每股 50 美元，这些看跌期权要盈利的话，贝尔斯登股票价格必须要暴跌。根据彭博新闻社的报道，交易最活跃的行权价为 25 美元的贝尔斯登看跌期权的价格上涨了：

“……6 倍到 30 美分。对于那些想要盈利的押注来说，股价必须在接下来的 5 个交易日内……下跌 59%……”[12]

与期权相关的成交量是巨大的。这意味着大量资金押注贝尔斯登会出现迫在眉睫的崩溃。为何出现这么多的资金押注于贝尔斯登会出现迫在眉睫的崩溃仍然令人疑惑，因为大多数情况下，在缺乏更多额

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

外信息时，这类押注会被认为是糟糕的交易。贝尔斯登破产前一周，意外出现的大量短期贝尔斯登深度虚值期权（deep-out-of-the-money option）将在第 10 章中有更多的讲述。

市场对就业报告的反应

美国月度就业报告可以说是最重要的周期性政府经济报告。报告中出现的意外经常会影响债券、货币、商品和股票市场。

2012 年 2 月 3 日星期五早上 8 点半，美国劳工部发布了最受关注的 2012 年 1 月月度就业报告。交易者通常关注于两个数字：新增就业人数（非农就业）和失业率。对 2012 年 1 月就业报告的反应体现了交易者在判断市场会朝哪个方向对消息做出反应方面仍不时存有疑惑。

在债券交易领域，其价格与经济形势相悖，即经济增长放缓，新增就业越来越少，意味着利率可能下调，债券价格可能上涨，因为信贷需求减少。反过来，新增就业高于预期的经济时期，意味着利率可能上升，债券价格可能下降。经济强劲时，人们更愿意冒险把钱投入股票市场。日子不好过时，他们会把钱投资于“安全”的资产，比如债券。2012 年 2 月 3 日，新闻公布的 1 月就业机会比预期多出许多，市场的反应就是股票上涨，债券下跌。

预期是什么？人们一致预期的是，2012 年 1 月份的新增就业人数在 12.5 万到 15 万之间，而失业率控制在 8.5% 以内。而报告是怎样的呢？事实上，劳工部报告 2012 年 1 月的新增就业人数是 24.3 万，失业率下降至 8.3%。就业报告远超过预期。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

该报告还包括其他表明经济强于预期的信息，主要有更高的就业参与率、更高的收入、向上修正的前一月非农业就业人数和高于预期的私营部门创造的就业机会。

2012 年 3 月，芝加哥期货交易所的 10 年期国债期货合约在开始的 0.4 秒内下跌了 25/64 个点，即每手合约的价值下跌了 390.625 美元。头一秒交易了 2252 笔交易。10 年期国债期货对就业报告的反应如图 2-2 所示。芝商所迷你标准普尔 500 股指期货合约（e-mini S&P 500 stock index）、纽约商业交易所的原油、芝商所欧元、日元、澳元和纽约商业交易所的黄金期货价格对就业报告的反应如图 2-3 ~ 图 2-8 所示。这些图经过芝商所集团（CME Group）允许转载（芝商所集团保留所有权利）。

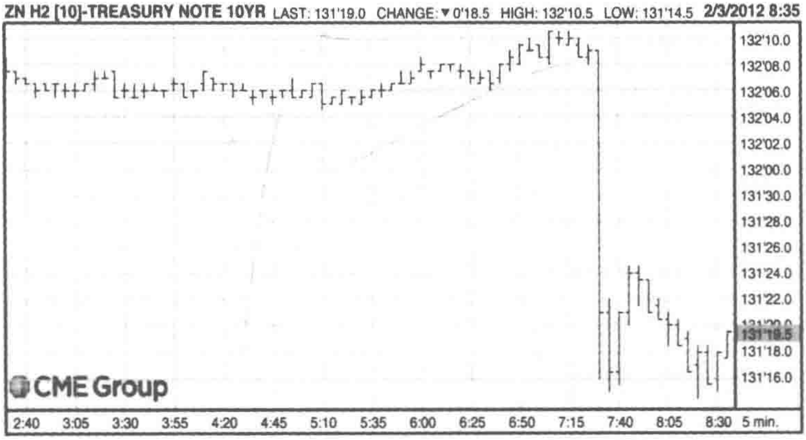


图 2-2 该图展示了芝加哥期货交易所 2012 年 10 年期美国国债期货价格对 2012 年 1 月美国就业报告的反应。所有的时间都是芝加哥时间。

（经芝商所集团允许转载）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

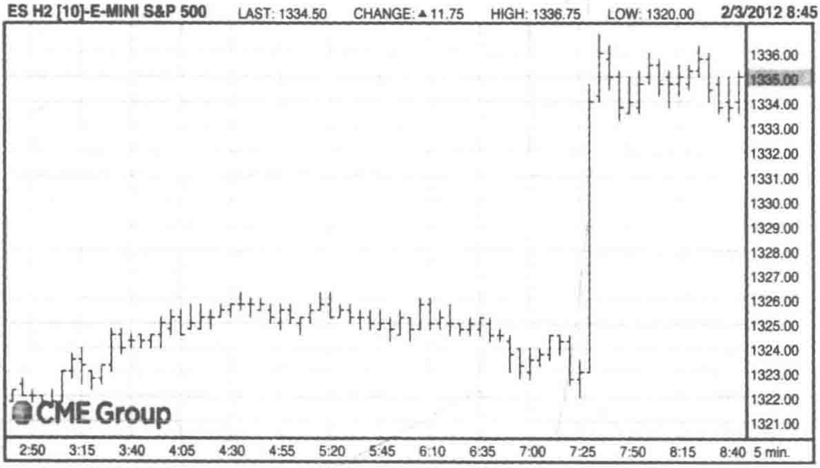


图 2-3 该图展示了迷你标准普尔 500 股指 2012 年 3 月期货合约价格对 2012 年 1 月美国就业报告的反应表现。所有的时间都是芝加哥时间。

（经芝商所集团允许转载）

图 2-4 该图展示了纽约商业交易所 WTI（西得克萨斯州轻质原油）原油 2012 年 3 月期货价格对 2012 年 1 月美国就业报告的反应表现。所有的时间都是纽约时间。

（经芝商所集团允许转载）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

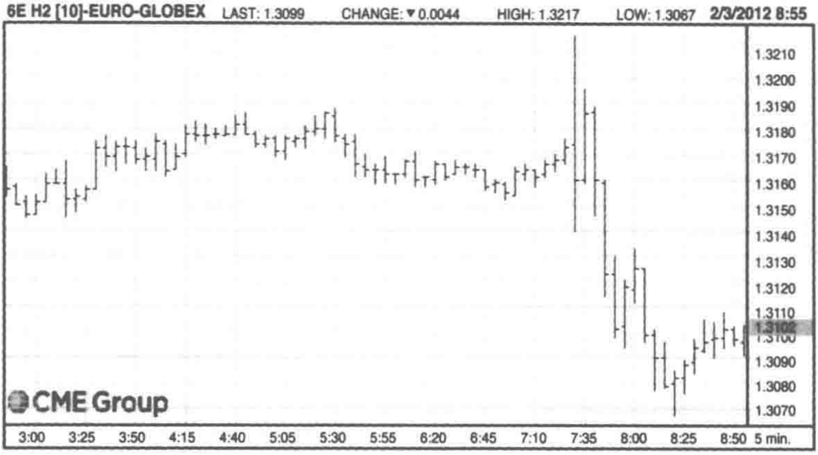


图 2-5 该图展示了芝商所欧元期货 2012 年 3 月价格对 2012 年 1 月美国就业报告的反应表现。所有的时间都是芝加哥时间。

（经芝商所集团允许转载）

图 2-2 和图 2-3 分别显示，10 年期国债期货价格迅速下跌，标准普尔 500 股票指数期货价格迅速大幅上升。这些反应恰恰在人们的意料之中。纽约商业交易所西得克萨斯州轻质原油（west texas intermediate，简称 WTI）期货价格也大幅上涨——可能是因为更强大的经济会增加耗油量（见图 2-4）。

许多观察者认为，更强大的经济应该会导致更高的利率，更高的利率则应该会导致美元走强。几种货币的表现有所不同。美国经济的这种正面消息会让英镑、欧元和瑞士法郎大幅升值，然后贬值（欧元期货价格对报告的反应如图 2-5 所示）。黄金虽然不是货币，但它也是同样的模式——但并不与前面提及的货币步调一致，如图 2-6 所示。另一方面，日元的表现正如理论上所讲的那样，日元兑美元汇率持续下跌且没有短暂的上涨，如图 2-7 所示。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图 2-6 该图展示了纽约商业交易所黄金 2012 年 4 月期货价格对 2012 年 1 月美国就业报告的反应表现。所有的时间都是纽约时间。

（经芝商所集团允许转载）

图 2-7 该图展示了芝商所日元 2012 年 3 月期货价格对 2012 年 1 月美国就业报告的反应表现。所有的时间都是芝加哥时间。

（经芝商所集团允许转载）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对于一般的交易者来说，这种讨论听起来似乎有些学究味儿，其实不然。你应该注意，因为你对整个趋势（在这一案例中，欧元走低）的把握可能是正确的，但可能在利用这段走势获利之前已经止损出场。

作为风险最小化策略，设置止损很重要。如果就业报告出人意料，是负面的，那么对任何升值的英镑或者欧元紧设止损就十分重要。然而，止损设得太近可能会让你的交易亏损，即使你做出了正确的预期。

该报告发布后，并非所有的货币兑美元汇率都下跌了，澳元对美元最初就上涨了，这就是你希望持有的一种“商品货币”。然而，之后澳元兑美元汇率一路下跌，然后又上涨，接着又回落到公告发布前的汇率和发布后上涨的汇率之间的某处，如图 2-8 所示。有时候市场对新闻的反应是不可预料的，也令人费解。那就是为什么你必须随时做好准备，并有一个可靠的交易计划。

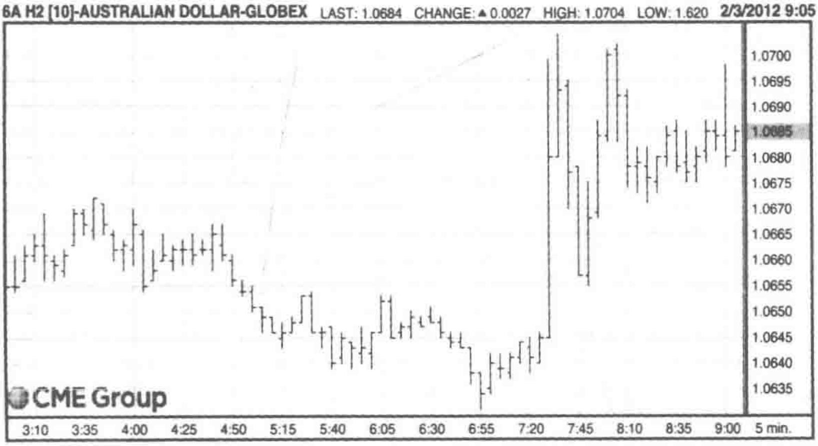


图 2-8 该图展示了芝商所澳元 2012 年 3 月期货价格对 2012 年 1 月美国就业报告的反应表现。所有的时间都是芝加哥时间。

（经芝商所集团允许转载）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

"哪个方向？"看似是个简单的问题，但实际不然。

交易经验

在这个例子中，欧元、英镑、瑞士法郎和澳元的价格走势是不确定的。而日元并非如此，日元兑美元汇率下跌，黄金和原油也是同样的状况。

主要的交易经验是，价格根据交易刺激因素做出反应而运行的方向并不容易提前判断。这使得自动止损单或者止损成为你交易的重要组成部分。

仓位多大

判断潜在交易的预期收益或亏损是你的交易策略的重要部分。预期走势的幅度大小在风险分析中占很大一部分。然而，走势也许并不总是直线上升或者直线下降，更大的相反走势也很有可能发生。

举个例子，2010 年 4 月 16 日，彭博新闻社报道，美国证券交易委员将起诉高盛集团：

> "……大萧条以来，债务抵押债券的欺诈行为引发了最严重的金融危机。该公司股票下跌了 13%……" [13]

2010 年 4 月 16 日星期五上午 10 点 38 分，美国证券交易委员会发布出人意料的公告。高盛集团的股票价格立即下跌。然而稍后不久股价大幅上探。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

10:40:00 至 10:40:59，高盛股票的交易价格在一个幅度达 19.41 美元的区间内。10:40:01 时股价交易价格为 169.32 美元，10:40:59 时交易价格是 171.32 美元。在那一分钟中，股票价格一度创下 167.00 美元的低点，之后创下高点 186.41 美元。这一高点比新闻发布前的价格高出了几美元。你怎么解释 10 点 40 分开始的一分钟内大幅上涨的价格？最有可能的原因是，随着高盛集团股价的下跌，早前被设置的限价买入订单被触发。那些想要在高盛股票价格下跌时逢低买入的投资者做到，但也不免要后悔。这些订单被耗尽之后，下降趋势重启。然而，如果价格上涨至高于报告发布之前的价格以上，向上运行的走势规模也许会引发空头回补。如果那样的话，可能会导致高盛集团股票价格暂时变得更高。

当判断市场对冲击有多大反应时，不要认为过去的结果总会使将来股票对于类似冲击出现一样的反应。你要考虑到市场反应可能发生改变。

当苹果公司成为世界上市值最高的企业时，投资于苹果公司的投资者就会问自己：“它能涨多高呢？”他们会发现，苹果公司可以上涨的合理数量会较小——但它下跌的数量会大得惊人。

在应对冲击并评估股票可能上涨（下跌）的幅度时，你应该考虑和处理这样问题，然后再计算交易中的盈利或亏损。

举个例子，如果你这样想，“如果 X 股涨到 25 美元，我会赚 50%”，那么你对冲击所带来的潜在影响的评估就被对未来收益的希望所钳制住。事实上，如果你这样想，“ X 股有可能涨到 25 美元，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

因为它们的基本面很强劲，而且它们的新产品‘Z’将打破市场格局”，那么你就是构建一个正确的模板，并从那段走势中获得最大的收益。

多长时间

市场对冲击的最初反应也许很缓和，也许很剧烈。一个很自然的问题就是：“它会持续多长时间？”

市场对美联储的反应

2007 年 9 月 18 日下午 2 点 15 分，美联储宣布下调联邦基金利率 50 个基点。就在该公告发布前，2 点 14 分 59 秒时，10 年期国债期货合约（在芝加哥期货交易所交易）报价为“109–18”。4 秒之后的 2 点 15 分 03 秒，该价格涨到了“109–27+”（或者说每手合约的价值增长了 296.875 美元）[⊖]。该价格上涨，然后下跌，然后又上涨。表 2-2 显示了芝加哥期货交易所 10 年期国债 2007 年 12 月期货价格对美联储公告的反应（括号内是某时间点价格与 2:14:59 时价格“109–18”相比一手合约的美元价值变化）。

⊖ 美国 CBOT 的中长期国债期货采用价格报价法。5、10、30 年期国债期货的合约面值为 10 万美元。5、10 年期国债最小变动价位是 1/32 的 1/2，期货报价是按每张债券 100 元面值报价的，格式为 XX–XX。“–”号前面的数字代表证书部分，后面的数字表示多少个 1/32。由于 5、10 年期的最小变动价位是 1/32 的 1/2，因此“–”后面可能出现 3 位数，如 17.5。本书中，27+ 表示 27.5。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 2-2 市场对联邦基金利率下调的即刻反应

时　间	期货价格	时　间	期货价格
2:14:59	109-18	2:18:30	109–21+
2:15:03	109-27+ (or +$296.87)	2:20:00	109–18
2:15:05	109-29	2:20:40	109–17+
2:15:49	110-00	2:21:40	109–11+ (–$203)
2:16:20	110-02+	2:21:45	109–12
2:16:28	110-03 (or +$531.25)	2:25:00	109–19
2:16:45	110-00+	2:30:00	109–22+
2:17:45	109-28+	2:40:00	109–21

美联储发布公告之后，市场急剧上涨（每手合约上涨 531.25 美元），然后每手升幅突破 734.375 美元，然后又回落至 218.75 美元，或者说比新闻发布前价格高两个波动点。价格在美联储公告发布的 10 分钟内涨涨落落。这期间并没有报道其他重大的市场新闻。2007 年 9 月 18 日下午 5 点，市场收盘在“109–27+”，每手合约价值比前一日收盘价上涨 109.375 美元，比美联储利率下调决议公告发布前的每手合约价值上涨了 296.875 美元。

芝商所在其出版物《美联储观察》（*CME Fed Watch*）中公布了市场对美联储下调利率的预期大小。市场对美联储把联邦基金利率下调 25 或 50 个基点的可能性的预期如表 2-3 所示。数据显示，2007 年 9 月 12 日，市场认为下调 50 个基点的概率是 74%，下调 25 个基点的概率是 26%。5 天后 9 月 17 日，这两个概率变得持平。这意味着，利率下调 50 个基点的公告在 9 与 18 日发布比在 9 月 12 日发布时更令人意外。表 2-2 的信息显示了 2007 年 9 月 18 日美联储的公告前，市场预期的变化有多快。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 2-3 芝商所美联储观察——2007 年 9 月 18 日联邦基金利率下调 25 或 50 个基点的概率

日期	联邦基金利率下调的预期概率
9 月 11 日	25 个基点的概率是 28%，50 个基点的概率是 72%
9 月 12 日	25 个基点的概率是 26%，50 个基点的概率是 74%
9 月 13 日	25 个基点的概率是 42%，50 个基点的概率是 58%
9 月 14 日	25 个基点的概率是 42%，50 个基点的概率是 58%
9 月 17 日	25 个基点的概率是 50%，50 个基点的概率是 50%

10 年期国债期货市场对联邦利率下调的公告的反应表明，市场并非总是有效。这还说明市场的上涨和下跌都是短暂的。

与 10 年期国债期货市场相反，联邦利率下调公告发布之后，大多数股票指数急剧反弹且高企。举例来说，联邦基金利率下调的新闻发布之前，道琼斯工业平均指数（DJIA）上涨了大约 70 个点，而该新闻发布后，道琼斯工业平均指数又上涨了 265 个基点。这表明许多市场对同样的信息可以有不同的反应。就算股票市场也对同样的新闻做出反应，它也不会出现类似 10 年期国债期货市场过山车似的那种表现。

有些交易者和投资者并非每天都进行交易，但他们仍然可能经历长期冲击。其中一种这类冲击是由阿根廷国有化 YPF 石油公司引起的。YPF 公司是一家石油生产商——主要由雷普索尔（Repsol）（西班牙的一家大型能源公司）所拥有。这次冲击不仅在消息当天产生影响，而且长期对阿根廷控股的其他能源公司的价值产生不利影响，比如 WPX 能源公司。

跟许多政治冲击一样，这类公司的国有化给更广泛的市场发出了一种信号。它告诉市场，阿根廷将把短期利率置于长期经济稳定之上，那么它会掌控外国资产，而政府也不会友好地做生意。这些明显的看跌信号导致阿根廷比索兑美元持续贬值，而且在整个 2013 年初持续不减。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

政府活动会对国家的长期商业环境造成影响。对国外投资者而言，资产国有化明显是商业环境长期恶化的信号。

市场对 2012 年 11 月就业报告的反应

2012 年 12 月 7 日星期五，金融市场对 2012 年 11 月美国就业报告做出了反应。该报告好于预期，它显示新增就业机会多于预期，失业率的下降幅度也超过了预期。金融市场的反应迅速，债券下跌，股票上涨，这在图 2-9 中的芝加哥期货交易所 2013 年 3 月 10 年期国债期货合约价格的反应中有所表现。日元 2012 年 12 月期货合约和黄金 2013 年 1 月期货合约对新闻的反应也都很迅速，但很短暂（见图 2-10 和图 2-11）。当然，对新闻的净反应在不同情况下都会发生，但是远小于初始反应，而且对于黄金期货是朝相反的方向运行。对新闻的反应可能不仅在各个市场有所不同，而且还可能极其短暂。

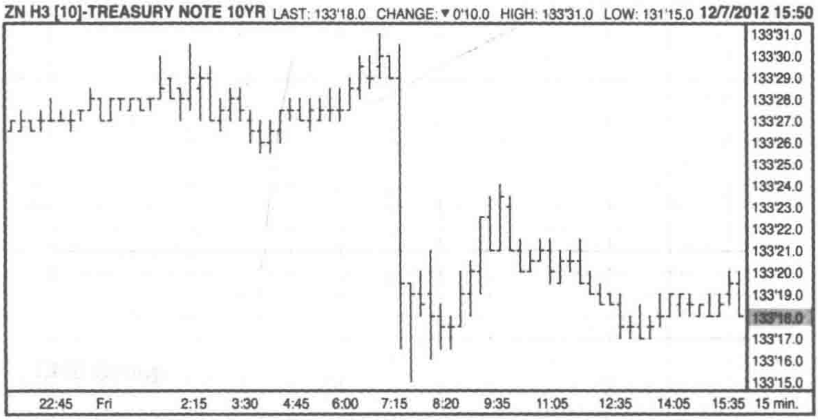


图 2-9 该图展示了芝加哥期货交易所 10 年期国债 2013 年 3 月期货合约对 2012 年 11 月美国就业报告的反应表现。所有时间都是芝加哥时间。

（经芝商所集团允许转载）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

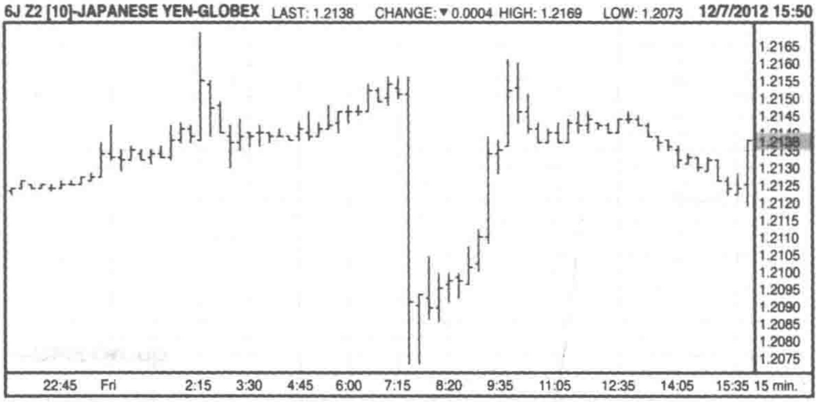


图 2-10 该图展示了芝商所日元 2013 年 3 月期货合约对 2012 年 11 月美国就业报告的反应表现。所有时间都是芝加哥时间。

（经芝商所集团允许转载）

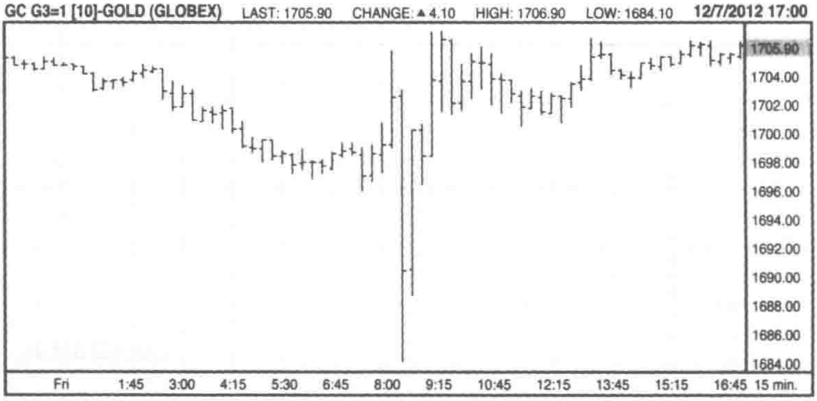


图 2-11 该图展示了纽约商业交易所黄金 2013 年 2 月期货合约对 2012 年 11 月美国就业报告的反应表现。所有时间都是纽约时间。

（经芝商所集团允许转载）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有多快？疯牛病

与一次冲击将对市场影响多长时间密切相关的问题是市场对冲击做出的反应有多快。大多数情况下，市场反应会非常快，所以这个问题并没有实际意义。然而在有些时候，反应却是延迟的。

2003 年 5 月 20 日，星期四，中午 12 点 15 分，加拿大官方宣布，一头牛被诊断患上疯牛病。美国农业部立即颁布禁令，禁止进口加拿大牛肉。然而，在加拿大当局发布公告之前，消息已经泄露了。市场的反应很快。10 点 48 分之前，活牛期货的价格已经大幅下跌。这次下跌归因于加拿大发现一头牛患上疯牛病的谣言。然后，交易者开始寻求其他也许会受到该新闻不利影响的证券。一个明显的候选者是麦当劳。上午 11 点 37 分，麦当劳股票价格急剧下跌。虽然位于美国的麦当劳快餐店没有使用加拿大牛肉，但当天它还是一度下跌了 8%。有趣的是，尽管上午 10 点 48 分加拿大发现疯牛病的谣言使活牛期货价格锁定在跌停板，麦当劳股票还是延迟了将近一小时才出现下跌。然而，此时仍然有大量时间可以利用该新闻（更确切地说，是谣言）来交易，温蒂汉堡（Wendy's）的股票就是在 5 分钟后才开始下跌的。Tse 和 Hackard（2006）认为，这一连串的反应表明了级联信息的影响。[14]

有多快？芝商所集团股价

2008 年 2 月 5 日，美国司法部的反垄断部门发出了一封信函，该信函建议期货交易所与清算所相分离以促进竞争，芝商所集团股票价格对这封信函的反应迟缓，表明市场对公开新闻的反应也许有些慢。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

司法部的信函声明如下：

> 依据调查各金融市场（包括金融期货、期权和股票）竞争情况的丰富经验，司法部认为某些管理金融期货的监管政策不利于金融期货交易所之间的竞争，也很可能会抑制创新，使交易服务的价格一直居高不下。更具体地说，司法部认为，期货交易所控制清算业务——包括①期货合约头寸（“未平仓头寸”）持有场所和②头寸是否可以替代或抵消其他交易所合约中持有的头寸（保证金抵消）——使交易所在进入和竞争金融期货交易方面十分困难。如果交易所在交易期货合约中使面对面的竞争得到更大的发展，那么我们预期它会引起交易系统更大的创新、更低的交易费用、更少的最小报价单位和更窄的价差，同时还会带来交易量的增加。
>
> “与期货交易所相反，股票和期权交易所没有控制清算业务中的未平仓头寸、替代产品或者保证金抵消。这种不控制似乎有利于股票和期权交易所之间的面对面的竞争，它会带来较低的执行费用，较窄的价差和较高的交易量。股票和期权的执行系统也非常复杂，并且其功能丰富，比期货合约执行系统更好……监管政策的变化有利于金融期货交易市场的竞争，鉴于监管政策变化所带来的潜在的竞争性盈利，司法部建议，财政部对期货清算和其替代品进行彻底审查……”[15]

2008 年 2 月 5 日下午 3 点 11 分，彭博新闻社公布了这个消息。[16]大约一小时前，同标题的警告就曾披露，内容显示接下来要有故事发

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

生。2008 年 2 月 5 日，芝商所集团股票的收盘价是 588.80 美元，下跌了 30.20 美元，2 月 6 日的收盘价又下跌了 103.55 美元至 485.25 美元。[17] 确定的是，芝商所集团最近进入了收购纽约商业交易所的谈判期，司法部的信函潜在地危及纽约商业交易所（作为司法部同一部门，将不得不批准合并）。然而，清算业务对期货交易所的价值不应被低估。事实上，一些观察者会认为一个主要原因是，2006 年 9 月以 1 亿美元收购了纽约期货交易所的洲际商品交易所（Intercontinental Commodity Exchange）将会获得纽约期货交易所的清算业务。[18]

对新闻的迟缓反应给那些意识到该潜力（清算业务对期货交易所的价值）的人们提供了交易机会。然而，如果他们错了，他们就要准备承担风险。

风险多大

“风险如何”是 5 个问题中的最后一个，因为风险与其他问题直接相关，太快而难以盈利的走势可能会使一笔原本安全的交易变得非常危险。评估风险至关重要。无一例外，你做的每笔交易都应该是风险低于回报。然而，很明显，许多交易者也许渴望安全却在无意中进行了回报小于风险的交易。

理想的交易应该是潜在收益高于潜在亏损。在其他所有条件都相同的情况下，一定程度风险的交易潜在收益越高，交易规模就越大。

最常见的一种风险高于回报的交易通常是“拥挤交易”（crowed trading）。这种交易具有一定程度的吸引力，也具有一定的风险，它

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

会让你买到一种“追随大众”的心理保障。分析师也许会建议这种交易，而且这只股票已经翻了好几倍，所以它看起来很安全。在某些情况下，泡沫时期加入拥挤交易是一种理性的策略。然而，你也许买在高位，但这只股票累计起来的上行空间有限。真正的风险在于试图跟别人同一时间退出交易。

来看一下绿山咖啡（green mountain coffee roasters, GMCR）的例子。

2011 年 9 月 6 日，美国消费者新闻与商业频道（CNBC）报道，绿山咖啡在过去 5 年回报率达到 3585%。[19] 对于那些早前进场交易的人真是一个惊人的回报。但是 2011 年 9 月之后它仍然有惊人的回报吗？没了。9 月底绿山咖啡股票交易在 110 美元，到 2011 年 11 月，它又跌到了 40 美元。

在几个月里，绿山咖啡股价急剧下跌，虽然不时伴有短暂的反弹，但此时投资者已开始急忙退出市场。跌势并未结束，出现了更多的下行，包括 2012 年 5 月 3 日出现的将近 50% 的崩溃，这部分内容将在第 4 章中有更详细的介绍。

这个故事的寓意在于绿山咖啡产生如此大的价格波动，并非是基于基本面，而是基于动能。到 2011 年 1 月份，它的市盈率是 85。[20] 它是一笔看起来交易安全——较佳的业绩记录、大量的宣传、受欢迎的产品——实际上股价已达到顶点的经典案例。

对于苹果公司的分析也是同样的道理，此前的 2012 年 8 月 20 日它成为世界上最有价值的公司。在史蒂夫·乔布斯回归，对苹果公司进行积极管理的当口附近，苹果股价正处于低点苹果公司，之后增长了大约 10 000%。[21] 苹果股价达到 700 美元时，已大幅上涨（大约 50%），成

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为首个市值达到万亿美元的公司。苹果公司有合理的市盈率，尤其是当它与一些其他非常成功的公司比如亚马逊（Amazon）相比时。然而其他数据也显示，它不可能有较大的增长，而且很可能迅速下跌。[22]

当苹果公司成为全球最大的企业时，它的市值是 6200 亿美元。[23] 随后股价升至 700 美元以上，市值更高。如果苹果公司从那个价格再翻一倍，市值就会达到 1.2 万亿美元以上，该公司会成为世界上首个市值突破万亿美元的公司。这个数值比韩国的 GDP 还高，而且还远高于沙特阿拉伯和瑞士。

苹果公司前 10 年已经形成的 10 000% 的增长，意味着苹果公司的风险 / 回报比率没什么吸引力。苹果公司在一年之内翻 2 ~ 3 倍的概率很小，而很多其他的公司却极有可能给投资者带来他们想也想不到的 100%、200% 或者 300% 的收益。

你进行的每笔交易都会有风险；而关键是评估交易的风险如何。交易风险来自很多原因。风险既来自犯错的概率，也来自犯错所造成的后果。

市场形势有利于你的头寸，或者是不管多么频繁地不利于你的头寸，但你并没有亏损——这样的交易才是没有风险的交易。评估风险的困难并不在于不能分析和计算风险，而是真正的风险都是变幻无穷的，即使最好的分析师也不可能完全识别出，人们天生都会犯错。

“拥挤交易”和跟随趋势的交易例子，反映出了交易者试图最小化对犯错产生的恐惧。然而，它们却不会最小化犯错产生的后果。实际上，由于泡沫突然膨胀，或是人们争相退出，再或者曾经流行一时的交易很快不再受大众欢迎，拥挤交易和趋势跟踪交易可能会放大错误的后果。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 6 个问题

交易者除了要回答这 5 个简单的问题之外，有时候还必须回答第 6 个问题：市场中的价格走势是否会波及其他市场？

2009 年 3 月 9 日星期一，花旗集团首席执行官向员工公布信息称，花旗银行在 1 月和 2 月都实现了盈利。市场普遍认为，这一消息是引发该公司股价在当日收盘后大幅上涨的催化剂。花旗股票的上涨也成为其他银行类股票价格波动的催化剂。

来自花旗的消息，以及稍后出现的“报升规则（uptick rule，即禁止以低于前一交易价格的价格进行做空某一股票）会重新上台”的市场猜测，被广泛认为是全球股票市场上涨的催化剂。标准普尔 500 指数收盘上涨 6.4%，伦敦金融时报指数（FTSE index）[㊀]收盘上涨 4.9%，DAX 指数收盘上涨 5.3%，CAC-40 指数收盘上涨 5.7%。难道这意味着公司消息很重要吗？并不是。然而，这件事情表明，引发大幅上涨的燎原星火可以是任何一个消息。

让我们看一下本章前面提到的 2010 年 4 月 10 日美国证券交易委员会指控高盛集团对高盛股票价格的影响，这件事很有启发性。高盛股票的抛售还引发了 2010 年 4 月 16 日其他银行股票价格的下跌，尤其是那些被认为与花旗类似参与了债务抵押债券市场的大型银行。举个例子，4 月 16 日星期五，德意志银行的股票价格的跌幅在 9% 以上，主要是由高盛集团股票价格的下跌引起的。该股票价格下跌有趣之处在于其对该新闻的滞后反应。也就是说，不仅高盛集团的新闻会

㊀ 也叫富时指数。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

影响其他大型银行的股票价格，滞后新闻也会产生影响。德意志银行股票（在纽约交易的）当天的最低价出现在 3 点 30 分（纽约时间）之前不久，而当天高盛股票的最低价却出现在 11 点 30 分（纽约时间）之前不久。

额外的交易经验

为什么找到这 5 个问题的答案如此重要？

回答出这些问题将促使你更宏观地看待市场，并通过分析风险回报比来评估潜在的交易机会。这些问题的答案不仅影响到你交易（做多或者做空）的类型，还会影响到你选择哪只证券，交易头寸的规模，以及预期的持有时间。

你的预期可能不会精准地实现——市场中它们很少能实现——甚至市场可能以完全相反的方式做出了反应。无论你是否预期到未来，还是完全错误了，这 5 个问题都将鞭策你更深入全面地分析市场。它们会促使你扪心自问下面这些关键问题。

- 这真是一次安全的押注吗？
- 这个市场是不是能走出我要的行情的最好市场？对我来说，是否有足够的时间来实现这波走势的盈利？
- 这次市场冲击是否真的将推动市场下跌？
- 我的交易是相对独立的，还是与其他市场高度相关？

你永远都不可能完全预测到未来，但你要为此做好计划。自问这些问题将为你做出一致的交易决策做好准备。对所有交易而言，你还

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

必须要考虑市场状况和投资者情绪，因为它们影响着市场对冲击的反应。市场状况和投资者情绪的重要性将在下章进行讨论。

尾 注

1. http://www.brainyquote.com/quotes/authors/m/michael_jordan.html#CZkQBFEi286Kul1U.99.
2. Cookson, R., and A. Ross, "Won Falls Sharply on Kim's Death," *Financial Times*, December 19, 2011. http://www.ft.com/intl/cms/s/0/76ca2a0a-29f1-11e1-8b1a-00144feabdc0.html#axzz2E7C7jZ00.
3. *Ibid.*
4. Webb, R.I., *Trading Catalysts, How Events Move Markets and Create Trading Opportunities*, Upper Saddle River: Pearson Education, 2007.
5. United States Attorney, Southern District of New York, "U.S. Charges Ex-Goldman Sachs Vice President and Consultant with Insider Trading in U.S. Treasury Bonds," press release, September 4, 2003. http://www.justice.gov/usao/nys/pressreleases/September03/youngdahlindict.pdf.
6. 2003 年 9 月 4 日，美国证券交易委员会发布新闻稿，称政府与高盛集团达成协议："……基于高盛前员工扬达尔的操作和已发生的债券交易，高盛集团同意证交会的行政命令，指出该公司违反了适用于经纪交易商和政府证券经纪交易商的反欺诈法。证交会还查到，高盛集团缺少足够的安全保障措施，以防止滥用从付费的顾问那里得到的重要的未公开信息。高盛集团将偿付 9 300 000 美元，包括交易盈利、利息和罚金。证交会考虑到高盛集团及时把已执行交易报告给委员会，并配合委员会的调查……"美国证券交易委员会对三家投资公司采取了强制措施，高盛集团和曼哈顿金融服务公司（Massachusetts Financial Service Company）根据财政部停止发行 30 年期国债的非公布的信息进行交易，美国证券交易委员会新闻稿，2003 年 9 月 4 日，http://www.sec.gov/news/press/2003-107.htm.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

7. BSC press release. www.efinancialnews.com/story/2008-03-14/bear-stearns-press-release-on-funding.

8. 回购（回购协议）市场是用于由像美国国债这样的高评级抵押品担保的短期贷款。市场每天有数千亿美元的交易额。联邦基金市场也是一个短期贷款市场，银行之间相互拆借，但没有抵押品担保，所以联邦基金利率通常高于（未明确的）一般抵押品的回购利率。

9. 银行需要提供的资金和它们能够借到的资金之间的差额叫做折扣。回购市场上较小的折扣意味着银行持有高度杠杆化的国债头寸。

10. Kelly, K., "Inside the Fall of Bear Stearns," *Wall Street Journal*, May 9, 2009. http://online.wsj.com/article/SB124182740622102431.html.

11. The forced sale was botched by policymakers and in response to a threatened lawsuit, the purchase price of Bear Stearns was increased to $10 per share. Contemporary news accounts reported that U.S. Treasury Secretary Hank Paulson had insisted that Bear be sold at a fire sale price.

12. Srivastava, S. and J. Kearns, "Bear Stearns Falls to Five Year Low on Capital Concern," *Bloomberg News*, March 13, 2008. http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=newsarchive&sid=a69chRKal0mo.

13. Gallu, J. and C. Harper, "Goldman Shares Tumble on SEC Fraud Allegations," *Bloomberg News*, April 16, 2010. http://www.bloomberg.com/news/2010-04-16/goldman-sachs-sued-by-sec-for-fraud-over-mortgage-backed-cdos-shares-drop.html.

14. Tse, Y. and Hackard, J. C., "Holy Mad Cow! Facts or (Mis)perceptions: A Clinical Study," *Journal of Futures Markets*," Vol. 26, 2006, pp. 315–341.

15. Review of the Regulatory Structure Associated with Financial Institutions. Comments of the U.S. Department of Justice, January 31, 2008. http://www.justice.gov/atr/public/comments/229911.htm.

16. Leising, M., "U.S. Says Futures Clearinghouses Inhibit Competition," *Bloomberg News*, February 5, 2008.

17. The CME Group had a 5 for 1 stock split in May 2012.

18. Cameron, D., and K. Morrison, "ICE to buy Nybot for $1bn," *Financial Times*, September 15, 2006. http://www.ft.com/intl/cms/s/0/7a53d212-4472-11db-8965-0000779e2340.html#axzz2F9icBfDE.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

19. Fox, M., "Cramer's Top Performing Stocks of Past 5 Years," CNBC.com, September 6, 2011. http://www.cnbc.com/id/44409556/Cramer_s_Top_Performing_Stocks_of_Past_5_Years.

20. 12 Value Stocks—Intelligent Investment in the Stock Market, "Green Mountain Coffee GMCR, Further Proof of How Irrational the Markets Can Be," 12valuestocks.com. July 13, 2012. http://12valuestocks.com/2012/07/green-mountain-coffee-gmcr-further-proof-of-how-irrational-the-markets-can-be/.

21. Baran, D., "Financial Markets Salute Steve Jobs as Apple Shares Soar," October 11, 2011. http://www.webguild.org/20111011/financial-markets-salute-steve-jobs-as-apple-shares-soar.

22. Satariano, A., "'Apple Fever' Prompts Predictions of $1 Trillion Value," *Bloomberg News*, April 3, 2012. http://www.bloomberg.com/news/2012-04-03/-apple-fever-to-push-stock-to-1-001-within-year-analyst-says.html.

23. Benzinga Insights, "Apple Now Most Valuable Company in History," Forbes.com, August 21, 2012. http://www.forbes.com/sites/benzingainsights/2012/08/21/apple-now-most-valuable-company-in-history/.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

SHOCK MARKETS

第3章

黑天鹅时刻一：从泡沫中获利

“常言说得好，人总是扎堆思考，然后一起变得疯狂，但要恢复理智，却得一个一个地慢慢来。”

——查尔斯·麦基，《非同寻常的大众幻想与群众性癫狂》

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

明天总有增长性产业——不过是否能变得像今天的热门产业一样，就是另外一回事了。改革的神圣殿堂中到处是创新公司的残骸，甚至整个产业都未有起色，或者略有起色但未能保持。尽管反映在股价或者反映在对投资者的成功承诺犹然在耳，但一些公司还是未能延续或维持其价值，更别说增值了。

对价值的感知在变化，对何物未来具有价值的感知也在变化。早期介入未来具有价值的公司——正如风险资本家所证明的那样——可能带来巨大的收益。然而，一些产业却被证明仅仅是一时的潮流，它反映了投资者品味和时尚的改变。未来的产业看起来可能注定永远存在于将来。对这些产业，甚至是对整个国家押注，产生过历史上最为壮观的泡沫景象。

一些泡沫看起来非常极端，甚至令人困惑。在日本房地产泡沫的最高点，东京皇居（Imperial Palace）价值超过加利福尼亚州所有的土地，而且东京房地产销售的价格超过“曼哈顿最优资产”的 350 倍。[1] 1989 年，东京证券交易所股票市值是世界上所有股票整体价值的 44%，按照市值计算它称得上世界上最大的股票市场。比较起来，美国股票市场大致占总市值的 1/3。[2] 回顾这些统计资料，日本股票和房地产泡沫的破裂看起来是难以置信的，也使很多人感到震惊。瑞士信贷 2012 年的报告显示：

> “然后泡沫破灭。1990 ~ 2009 年，日本股票市场表现最差……其全球指数权重从 40% 跌到 8%……”[3]

泡沫破裂紧接着是一段长时间的通货紧缩和经济停滞。[4]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

潮流、市场和泡沫可能有着截然不同的原因，但都会导致同样的结果：资产价格在重要时期脱离合理价值。不管它是哪个产业，高科技、因特网或者房地产引发的泡沫，还是基于一段受欢迎的音乐视频（潮流与时尚）而引发的市场上涨，最终的结果都一样。

真的是泡沫吗

很多世界上最有名的泡沫在一些人看来根本算不上泡沫。此外，即便当时它们被认为是泡沫，但要预估泡沫破裂的时点却很困难。

那么，究竟什么是泡沫呢？为什么这么难以预测？为什么某些人声称的历史上某些非常有名的泡沫其实根本算不上泡沫？[5] 普通大众看起来已经接受了一些专业学者对历史上最有名的泡沫的分析和理解，但事实上，专业学者之间关于所有时期的最有名泡沫的定性存有分歧。

荷兰郁金香“泡沫”发生在 17 世纪 30 年代中期。这场泡沫通过 2010 年的美国电影《华尔街：金钱永不眠》，被流行文化进一步推高了。很多人把它看作所有时期内最壮观的泡沫。在这场泡沫中，郁金香种球的价格飙升到超乎寻常的水平。根据《非同寻常的大众幻想与群众性癫狂》一书中的描述，1636 年购买一份郁金香的价格是“12 英亩的建筑土地”。

在另一个例子中，单个郁金香可以卖到 6700 荷兰盾，而那个时候人们一年的平均工资只有 150 荷兰盾，所以 6700 荷兰盾相当于一笔巨款。[6] 在“泡沫”的最高点，郁金香种球的价格高到难以置信，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

但是一些专业学者仍然基于经济基本面认为价格合理或者正当。[7]

加伯（Garber，1989）认为著名的荷兰“郁金香狂热”只是在最后的几个月才发展成为一场真正的泡沫，而且只有普通的（而不是罕见的）郁金香种球产生了泡沫。[8] 由此可见，聪明的投资者——如果他们知道这场泡沫的本质——可能挺到最后从而大捞一笔。不过，说起来容易，做起来难，即使天才也是一样。

说到天才，艾萨克·牛顿就曾在1720年爆发的南海事件中面临这样的问题。他原本就意识到这是一场泡沫，并且以7000英镑的价格卖掉了自己的股票，获利100%。然而他又在泡沫的最高点被引诱回这个市场，然后损失了20 000英镑。也许他成了“博傻”理论的受害者。这也使他得出了这段著名而经典的言论：

> “我能计算出天体运动的轨迹，却难以预料到人们的疯狂。”[9]

近现代一些专业学者和市场参与者已经在质疑，纳斯达克互联网泡沫究竟是否真的是一场泡沫，[10] 因为即使不谈别的原因，比如期权，

> “……一家公司的基本价值随着与平均预期利润有关的不确定性而增加，而且这种不确定性在20世纪90年代末期异乎寻常地高。”[11]

即使有后见之明的好处——而且在纳斯达克“泡沫”这个例子中有非常详细的数据，对于看似明显的泡沫究竟是否为真的泡沫也仍然存在争论。这种观点的差异不仅在学术层面非常重要，而且对于交易

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

者和决策者等也很重要。如果存在后见之明，我们都难以在“泡沫是什么”上达成一致，那么交易者怎样才能在泡沫中保护自己和他未来的利润呢？此外，当泡沫——不管是否被看作“泡沫”——膨胀或者破裂的时候，交易者该怎么避免站在错误的一边？同样，在政策制定者要做出明智决策时，很重要的一点是弄清楚急剧走高的资产价格到底是泡沫，还是确实基于经济基本面。

大众媒体和学术文章的大部分注意力当时都在纳斯达克的科技/互联网泡沫，德国创业板市场（Neuer Markt）的表现鲜有关注。这令人非常遗憾，因为这一市场上涨得更高更快，而且下跌得也比纳斯达克多，如图 3-1 所示（摘自 Ulf von Kalckreuth 博士和 Leonid Silbermann 博士所做的关于 2010 年德意志联邦银行德国创业板市场的研究）。假定的纳斯达克“高科技泡沫”与德国创业板市场的高科技泡沫相比实在逊色得多。Kalckreuth 和 Silbermann（2010）表示：

> “1997 年 3 月份，德国创业板市场开盘。6 年后的 2003 年 6 月，它永久地关闭了。在一段较短的时间内，它见证了第一个也是最重要的欧洲高科技股票市场的巨幅上升和下跌。鉴于投资者的疯狂程度，创业板市场成为一类特殊的天然实验：在一段有限的时间内，融资约束几乎不存在。
>
> 即使与纳斯达克比较，创业板市场的进展看起来也有些极端。2000 年 3 月 10 日，德国创业板 NEMAX 全股指数达到最终高点 8583 点，开业 3 年以来增长了 1682%。NEMAX

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全股指数包含的 229 家公司的市值在当天达到 2430 亿欧元。接下来发生的是同样壮观的下跌，直接导致创业板市场在 2003 年 6 月 5 日关门大吉……”[12]

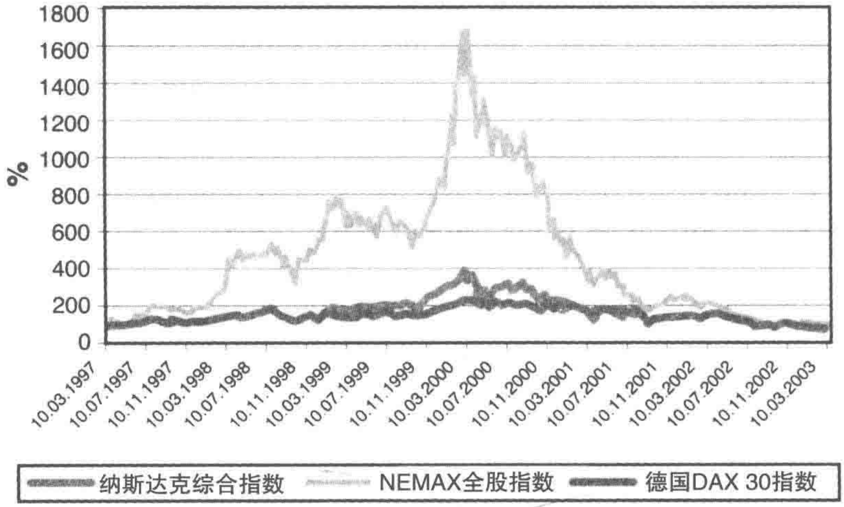


图 3-1　1997 ~ 2003 年间，德国 DAX 指数，美国纳斯达克指数和德国创业板市场 NEMAX 股票指数的表现

该表摘自德意志联邦银行的讨论文章，由 Ulf von Kalckreuth 博士和 Leonid Silbermann 博士所写的《泡沫及其诱因：对德国创业板市场的检视》。

（此处转载获得了 Ulf von Kalckreuth 博士和 Leonid Silbermann 博士的许可）

有趣的是，创业板市场和纳斯达克都在 2000 年 3 月 10 日达到高点。在达到波峰后两年内，创业板市场下跌了 96%。[13] 相比较而言，这场“冲击”对于纳斯达克来说看起来就小得多了。

可能有些奇怪的是，泡沫存在的经济面依据并不清晰。很多研究并未报告泡沫存在的证据。[14] 为什么泡沫的存在在学术界具有争议？其中一部分原因是它意味着市场不是“有效”的，也并不“理性”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这对做市商来说显然没有其真实意义重要。如果资产定价错误，做市商将遭受巨大损失。有一位著名的交易者曾经谈到，科技股泡沫期间，科技股期权定价就比较合理，因为期权价格考虑到了标的股票价格可能会翻倍或者崩溃的情况。这一事实，即在市场上有相应期权被承售的科技股股价随后大幅下跌，并不意味着期权定价错误，因为期权价格考虑到了这一可能性。而且，在科技泡沫期间在期权市场做市的公司大部门仍在经营——如果期权被系统性地错误定价，这些公司可能不会继续经营。

你能从“泡沫“中获利吗

用牛顿的话说，世界上存在尝试“计算出……人们疯狂程度”的人。有证据显示（Brunnermeier and Nagel, 2004），对冲基金有能力在科技泡沫的浪潮中乘风破浪，还可以在出现冲击之前减少敞口。这很重要，因为它暗示了有效市场假设的正确性——也就是说，理性的投资者不会去稳定价格；事实上，他们可能会在泡沫中继续投资，然后正好在泡沫破裂之前退出。文章认为：

> “总体来看，我们的证据对以下假设产生怀疑，这一假设认为，对于理性的投机者而言，刺破泡沫是上佳之选；[15] 这一假设是有效市场假说的基础。”

它对于交易策略也有影响。该文得出以下结论：

> “……对于理性投资者来说，短暂地通过价格泡沫获利

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

可能是最佳选择……”[16]

以下观点，即有经验的投资者意识到20世纪90年代末期的科技泡沫确实是一场泡沫（在其破裂之前），得到了布拉查和韦伯（Brach and Weber, 2012）的加强，后者称：

> “……巴伦周刊1999年关于专业基金经理的调查显示，72%的调查对象认为股票市场处于投机泡沫中。”[17]

72%的人可以确定市场当时处于泡沫中，但是预测泡沫何时破裂极其困难。即使基本面较为强劲时发生市场崩溃，准确地预测泡沫何时破裂也很困难。[18] 根据Ziemba和Ziemba（2008）所述，乔治·索罗斯的量子基金过早地做空纳斯达克，因此损失了一大笔资金：

> “由于过早地做空纳斯达克，130亿美元的量子基金损失了50亿美元左右。如果他们在两个月后的2000年4月开始做空，那么可能会获得相当于投入资金10倍的收益。”[19]

这个例子强调了那些做空泡沫者要面临的两大事实。

- 过早做空泡沫会让你损失大笔财富，即使正确地认识到市场正处于投机性泡沫之中。
- 即使是最优秀的对冲基金经理在把握具体的做空时机方面也相当吃力。

传奇对冲基金经理朱利安·罗伯逊在过去的18年中，扣除费用后为老虎基金的客户赚得高达31.7%的收益。然而，他却在科技股泡

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

沫中被迫关闭了老虎基金——那曾一度是世界上最大的对冲基金，至于原因，在某种程度上是因为他没有理解这个市场。

罗伯特的观点可从给投资者的信中管窥一二，该信件被刊登在 CNNMoney 的网站上。

> "……现在有很多关于新经济的讨论（指的是互联网，科技和通信）……'避开旧经济，忘掉价格投资新经济'大行其道。事实上，在过去的 18 个月中，这就是投资的方式。
>
> 正如我在很多场合所说，买入最好的股票和做空最差的股票是我们一致的承诺，也是老虎基金这么多年来成功的关键。在理性经济环境中，这个策略表现良好。但是在非理性的市场中，收益和价格处于次要地位，鼠标点击量和动量才是主要的，原有的逻辑就站不住脚了。
>
> 投资者、货币经理甚至是金融买家对业绩的需求引燃了当前的科技、互联网和通信狂热，正不知不觉地创建着一个注定会解体的庞氏金字塔。然而，悲剧在于，在当前的经济环境中产生短期业绩的唯一方法就是购买这些股票。这个过程会自动延续，直到金字塔超过自身太多，从而导致其解体。
>
> 尽管如此，我还是很有信心，'过去的都会过去的。'……难度在于预测这个改变何时将会出现，而且就这一点而言，我没有优势……" [20]

另一个难点是预测泡沫破裂的时间，在纳斯达克股票指数达到波

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

峰的 20 天以后，朱利安·罗伯逊宣布老虎基金关闭。

当然，荒谬的市场并不是罗伯逊先生做这个决定的唯一原因。在与一位作家的谈话中，罗伯逊先生表明年龄问题也是他关闭老虎基金的因素之一——当时罗伯逊已经 70 岁了，他希望把自己更多的精力投入慈善事业。

这让人想起了凯恩斯曾引用过的话："市场处于非理性状态的时间可能长于你保持理性的时间。"[21] 也就是说，极端的财富是赐予那些在正确地做空泡沫的人。举例来说，正如前面提到的，Ziemba 和 Ziemba（2008）预估乔治·索罗斯的量子基金由于做空纳斯达克，而泡沫仍然在膨胀，所以他们损失了约 50 亿美元。[22] 如果两个月后他们才开始做空纳斯达克的话，可能会挣到 500 亿美元。尽管 50 亿美元的损失是巨大的，但这是一个 10 : 1 的赌注（如果 Ziemba 和 Ziemba 的分析是正确的）。

即使是拥有较大权利和渠道的政策制定者，在预测资产价格何时会过高的问题上也感到为难。1996 年 12 月 5 日，艾伦·格林斯潘在美国企业研究所（American Enterprise Institute）的一场餐后演讲中极好地强调了这一点：

> "但是我们怎么知道非理性繁荣什么时候过度推高了资产价值，接下来哪项资产会变得难以预测，并像日本过去 10 年发生的长期收缩一样？"[23]

尽管格林斯潘将其评论以问题的形式体现出来，但市场却把它解读为事实的陈述。由于害怕市场超买，世界各地的股票就被直接卖掉

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了。著名的“非理性繁荣”论述导致东京和香港的股票市场下跌 3%，法兰克福和伦敦市场下跌 4%，随后美国股票市场开盘下跌了 2%。格林斯潘强调的是确认价格何时估值过高的难度，但是他表达担忧的这一事实使一些市场参与者相信资产的价值被高估了，因此引发了一场市场抛售。[24]

我们先假设你同意格林斯潘的“非理性繁荣”的评论，第二天就做空纳斯达克和标准 500 股票（S&P 500 stock）。这笔交易什么时候会获利？还有，获利时间能保持多久呢？

1996 年 12 月 5 日周四，道琼斯工业平均指数收盘在 6437.10 点。纳斯达克综合指数收盘在 1300.12。如果你在 1996 年 12 月 5 日收盘时做空一个反映道指的投资组合，而且因为害怕非理性繁荣而继续持有这个投资组合，那么它最多只有两周是盈利的。一位在 1996 年 12 月 5 日收盘时做空纳斯达克综合指数的交易者直到 1997 年早期才盈利，但在 1997 年 3 月中旬之前也有段时间是不盈利的，然后在 1997 年 5 月 2 日纳斯达克上升后它也不再盈利。2000 年 3 月 10 日，纳斯达克综合股票指数上升到 5132.52 的高点。从那之后，纳斯达克又下跌，在 1996 年 12 月 5 日收盘时进场做空的头寸直到 2002 年 7 月 22 日才盈利，但也仅仅截止到 2002 年 10 月 29 日。

市场可能已经处于“非理性繁荣”状态，然而除了短期存在的盈利潜力外，不管市场有多疯狂，与趋势对抗只会使你损失惨重。在退出你的做空头寸之前，你要承受多少痛苦？你的损失增加只会让你承受大量不必要的财务困境，不会使你成为更好的人。毫无疑问，损失增加只会让你越来越不富有。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市场理性吗

艾伦·格林斯潘对非理性繁荣的评论及其市场反应凸显了一种现象，这种现象曾被传奇交易者乔治·索罗斯详细论述过，也就是反身理论（the principle of reflexivity）。索罗斯认为金融市场不是有效的，而这一论断整体上对于价格稳定和金融系统具有惊人的含义。2010 年 6 月 10 日，在国际金融协会（Institute for International Finance，简称 IIF）维也纳春季成员会议的一次演讲中，他讲道：

> "我已经形成一套关于金融市场的替代理论，这套理论主张金融市场未必趋向于平衡；它可能很容易产生资产泡沫。市场也不能够纠正自己的过度行为……
>
> "……第一，金融市场远不能准确反映所有有用的知识，总是提供扭曲事实的观点。这就是易错性定律。市场扭曲的程度可能会因时而异。有时相当微妙，而有时又是很明显的……
>
> "……第二，金融市场扮演的并不是一个纯粹的被动角色；它们可能影响它们被假定反映的所谓基本面……" [25]（作者强调的重点）

他认为，与传统经济理论相比较，市场不仅无效，事实上还是往往是错误的。这是因为市场是由很多个人参与者，那些天生容易犯错的人们构成。这个事实与投资者们高度相关，因为它强调了市场对于什么是或者不是优质资产有多么的不确定——而且还强调了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

观点的改变有多么迅速。如果索罗斯作为最成功的对冲基金经理人之一是正确的，那他还是有相当的可信度——那么市场参与者选择“安全”资产时，就必须警惕和小心了。此外，这项理论也显示，由于市场非常容易产生泡沫，周期性危机比金融理论所显示的更容易产生。

尽管一些人喜欢把市场看作是纯粹理性的，但事实上恐惧和贪婪这两种情绪在市场中扮演了很重要的角色。相对于安全资产，市场参与者风险偏好的突然转变降低了风险资产的价格。

也许讽刺的是，借助于乔治·索罗斯的名声和在市场的影响力，其造就了自己的反身情形。华尔街日报披露了一个基德尔·皮博迪（Kidder Peabody）公司新兴市场债券交易者听到的谣言：

> “……索罗斯的基金正在购买秘鲁的货币。他命令自己的交易者去购买秘鲁的债券……秘鲁的货币上涨，而基德尔的债券在 6 个月内暴涨了 500% 左右。”[26]

这是不是意味着索罗斯自己就可以引起货币的升值？不是的。但是他的名声和影响力吸引了其他交易者去做交易，把价格推得更高更快。市场中经常出现这种情形。正如本书稍后将讨论到的那样，戴维·艾因霍恩做空绿山咖啡的股票，卡森·布洛克做空嘉汉林业的股票，都是交易员行为成为交易催化剂的例子。市场对沃伦·巴菲特安全资产倾向改变的回应是同样的道理。即使如此，索罗斯信奉的“市场产生泡沫与趋向平衡一样容易”理念并没有被人们普遍接受。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市场有效性

所有的质疑形成了一个由来已久的问题：市场有效吗？价格是否完整且正确地反映了可用的信息？[27] 市场有效理论一部分起源于“商品和证券价格看起来随机波动”的这一市场观察，因此发展出漫步随机理论，其概念就是金融市场价格在有效市场内随机变化。这一理论限制性更强，确定性并不强，但是广受大众欢迎。市场有效的其中一种意义在于，从长远的角度来看，持续击败股票市场是不可能的。

然而，一些交易者恰恰就这样做了：

> “4.73 亿比 1，这就是与乔治·索罗斯 1968 ~ 1993 年作为量子基金管理者的投资记录相比的胜算。他的投资记录是对随机漫步理论最无懈可击的驳斥！“[28]

交易者的整体表现，例如乔治·索罗斯和保罗·都铎·琼斯二世（Paul Tudor Jones II），或者朱利安·罗伯逊和沃伦·巴菲特并没有撒谎。一直击败市场是困难的，但并不是没有可能。然而，仅仅是陈述一些交易者曾经持续地击败过市场并不意味着市场不是有效的。

我们的观点是，市场并不总是有效的。然而，当评价你的交易选择时，你应该假设市场已经整合了所有的相关信息。从假设市场价格准确地反映了价值开始，接下来找到一个从这里出去的方式。证明的责任在你身上，交易者要去证明为什么市场价格下降而且想出一个如何从中获利的策略。

采取一个极端的例子，如市场总是有效的，意味着你不应该交

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

易，因为这时不可能挣钱（除了）。在这种极端情况下，市场总是极其没有效率，评价任何事物的真实价格和创作一个可信的交易论文变得非常困难。

非理性投机与理性分析的局限性

说到冒险的、非理性和投机的把戏，近期最令人难忘的例子之一是韩国 DI 公司股票的巨幅上涨，这是一家半导体公司。

是什么触发了这次价格的上升？是因为三星的大批订货吗？还是最新的苹果手机中的芯片要用到此类产品？一份破纪录的财务报告？一个开创性的新技术？以上原因都不对。那么原因到底是什么呢？

如果我说，原因是一首伴有骑马舞的口水歌，你会相信吗？

事实就是如此，流行歌和网络现象“江南 Style”引起了 DI 公司股票的上升。自 2012 年 7 月发布这首歌以来，DI 的股票价格上升了 8 倍。[29] 这怎么可能？

韩国说唱歌手鸟叔因其“江南 Style“而被广为人知，然而很少有人知道他是 DI 公司董事长的儿子。请原谅我问这样一个问题：“即使如此，怎么可能会上升这么多呢？”

提出这个问题是因为该公司并未参与制作“江南 Style”，而且事实上该公司问题重重。其实，DI 公司在之前的四个季度中亏损严重。参与制作“江南 Style”的 YG 娱乐，即鸟叔的经纪公司，股价仅仅上升了 30%。[30]

所以，我们往后退一步，正确地看待这种情况。一个直接从“江南 Style”中赚钱的公司，股票价格仅仅上升了 30%，但是另一个公司，由于董事长跟鸟叔有血缘关系——这个公司在过去四个季度一直

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在亏损，而今价格却上升了 8 倍？

这根本说不过去。

这类事件在韩国并非没有先例。经济学家认为这是“题材股”的韩国现象。[31] 一个公司的股价上涨是因为与某个名人或重要的公司有关系。举例来说，这篇文章指出，一家名叫 Bolak 的公司，因其控股者的女儿嫁入掌管 LG 的家庭，这家公司的股票就从 2000 韩元上升到 9000 韩元。[32]

但是类似的事件不只是与真实的想法有关，这些想法认为婚姻能够带来良好的前景和关系，而且如果被过度宣传。《经济学人》的文章还提到一个例子，也是类似的非理性的上涨，当时一张照片显示总统候选人文在寅挨着韩国大贤（Daehyun）公司的总裁坐。于是该公司的股票上升了 350%。事实上，这个人并不是大贤公司的总裁，整个案件可能是一场哄抬股价的欺诈。[33] 这个案例凸显了这一事实，即股票价格可能因为某种脆弱的联系而上涨。假使这个图片是真的，股票的上升会超过 350% 吗？

乍看这些例子都是非理性的。事实上，从基本面的角度来看，它们又是理性的。然而，对于趋势追随者来说，不管他们是否相信市场基于事实，努力追随市场波浪才是真正的理性。如果你有充分的理由相信某个股票将上升几百个百分点——不管它是否应该上升——买入才是明智的。这是个人层面上的逻辑，它会帮助促成泡沫的产生，并且鼓励非理性的评价。

这些关系的类型并不局限于韩国市场。金融中的潮流和时尚发生在不同的国家。席勒（Shiller, 2000）认为：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

"投机性泡沫在某一'风格'的投资中相当普遍，筑顶于2000年的股票市场泡沫在科技股或纳斯达克股票中是最大的。"[34]

许多有趣的证据显示，在不同时期总会产生不同的热门题材，例如20世纪20年代的无线电广播股票，20世纪60年代的联合企业，20世纪90年代的网络公司，还有最近的生物技术公司。

它并不表示所有的例子都是非理性的。联系是关键，尤其是亚洲国家，在任何国家与富裕家族结亲或者结识著名政客都会给你在经济上带来很大利益。然而，可以确定的是，之前例子中出现的股票出现了看起来未被基本面证实的非常规走势。

但是那些被基本面证实了走势的股票又怎么样呢？保守地选择那些不可能卷入泡沫的公司怎么样？如果利用泡沫是种赚钱的策略，那么投资于不可能出现急剧增长的公司，是否也会是一种盈利策略呢？沃伦·巴菲特就是通过投资那些默默无闻的保守公司而发迹的。在致投资者的一封信中，他写道：

"重要的是……内在价值……这是非常有远见的，这个数目可以通过某企业所有未来的现金流来计算得出——加加减减——按照现行利率计算现值……"[35]

为了实现投资对比的目的，考察所有公司都是基于前述方法。听起来很合理对吧？不，没有那么简单，尤其是在短期，或者甚至是中期。巴菲特曾说过：

"只买那些即使市场闭市10年你还愿意持有的股票。"

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

他的交易建议是使用传统的分析工具，例如现金流折现法，使他长期受益不少，但是对于短期而言就不太好用。举例来说，市盈率是个被广泛使用的估值指标。有时，市盈率高得令人难以置信，以至于其作为估值工具往往令人质疑。福布斯网站上一篇关于此问题的文章总结得很好，它比较了2012年11月3日的苹果公司和亚马逊公司。[36]

公司	动态市盈率	预期市盈率
亚马逊	2 766.93	130.57
苹果公司	13.06	9.83

正如本文提到的，苹果股价在利润更高时下跌，而亚马逊股价却在财报亏损时走高。只有这些事实就足以使你停止交易了，但下一个引用的例子——比较动态市盈率——会使你感到惊异：

> "换句话说，如果苹果公司花费13年才能把你的原始投资支付完毕，那么亚马逊就会花费接近3000年。"[37]

要点在于使用市盈率，尤其是动态市盈率，使得亚马逊看起来被异常高估。然而，市场是有前瞻性的，所以预期市盈率应该被用在估价中，但即使使用预期市盈率也会导致亚马逊看起来可能被高估。

但是，如果你关注2012年11月2日到2012年12月3日这段时间，你会看到亚马逊上升了7.83%，而与之相应的是，苹果公司损失了1.73%的收益。这证明什么？它绝对不能证明什么——除了市场给一些资产带来了巨大的收益，而这些资产被一些任意数量的指标高估了。理论上，11月份亚马逊的股价看起来很贵，但它还是在一个月之

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

内上涨了 7%。做空这个股票将会产生损失，购买很贵的股票却是个好主意。在这里有一些争论，也就是苹果公司也被高估了。纯粹地去看苹果公司的基本面信息，它勾画了一个比亚马逊更乐观的画面。问题是，那些被高估的资产可能会带来非常巨大的收益，而实际上它可能是贬值的。更深层次的问题是，在短期和中期来看，股票的“内在价值”可能和表现无关。

非理性定价

有时，非理性定价的例子并非完全真实。让我们看一下 2000 年 3 月 3Com 公司抛售部分 Palm 公司股份的例子。3Com 公司按照其公司 1 股对 Palm 公司 1.484 股的比例将所拥有的 Palm 公司股票分配给 3Com 公司股东。[38] 这显示了 3Com 公司的最低价值就是所收到的 Palm 股份的价值。但是，加利福尼亚大学伯克利分校的哈尔·瓦里安（Hal R. Varian）教授在《纽约时报》上指出：

> “……Palm 每股值 95.06 美元，而 3Com 公司的股价下跌到 81.81 美元。市场认为 3Com 公司中非 Palm 部分的业务价值为负 63 美元。”[39]

似乎这个惊人的定价有些异常。尽管 3Com 公司股票的价格下跌到只有 81.81 美元，在某种程度上，它们实际下降到了小于 0 的地步。当你把基于提供支付的股票计算在内的时候，要么是 3Com 公司的股价不值钱了，要么是市场给它定错了价格。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

很多经济学家喜欢把金融市场当作合理的，但是把3Com公司的股票定为小于0的价格看起来是极其不合理的。

瓦里安教授为非常明显的高估增加了一些可能的原因。他给出的用于解释第一个交易日出现的矛盾的原因是交易者对个中关系的无知，看起来几乎也是违反直觉的。[40]

但是，不可能所有人都在睡觉。这些不符的地方是很容易察觉到的，其中一个体现就是，147.6%的发行在外的股票被借来做空。[41]尽管存在这些明显的套利获利机会，但价格的差异还是持续了两个月的时间，直到美国国家税务局赞成把资产拆分当作一个免税交易，正如麦肯锡公司所说：

> "……在那个阶段……价格差异消失了。这一修正显示，错误定价至少有一部分是由于风险导致的，而资产拆分不会发生这种情况。"[42]

瓦里安教授建议，持续性的差异应该可以用卖空约束和卖空风险解释。[43]实际上，麦肯锡公司的研究显示，要借到Palm公司的股份去做空是非常困难的，因为3Com公司持有其95%的股份。[44]

多种因素导致难以卖空，如可卖空股票数量较少，持仓空头面临利率的不确定性，资产拆分是否发生的不确定性，还有那些缺少经验的投资者们的热情过度等，这些因素在创造一个伪套利机会中都起到了一定的作用。

席勒（Shiller, 2003）在做空股票方面有着类似的观点，即做空看似高估的股票通常比较难且成本较高，他也引用3Com公司和Palm

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的事件为例：

> "……（这里有）很强的动机……去做空 Palm，购买 3Com。但是，2000 年 7 月份，借入 Palm 股份的利息费用达到 35%，这抑制了……利用错误定价进行套利的动机……"[45]

这个例子支持了这样一个观点，从长期来看，市场应该是有效的，但是从短期来看，它并非如此。同时，它也显示了很多表面上的套利获利机会并不真实存在，因为利用错误定价非常困难。简单地说，很多套利获利机会其实就是表面上看起来可以把握又把握不了的机会——而且持续如此，因为它们不能被简单利用。

交易经验

交易和投资中的潮流和时尚是金融市场中的明显特征。有时投资者对于资产价格的极速上升感到兴奋，引发投机泡沫。从创业板市场 1997 ~ 2003 年的论证来看，泡沫被定义为一段突然上升和极速下跌的表现。

一些世界上最有理解能力的投资者已经意识到并且从泡沫中获利，即使他们曾陷入泡沫不可预测的破裂中。传奇的对冲基金管理者朱利安·罗伯逊和乔治·索罗斯提供了有力的证据，即使世上最好的投资者和交易者也会被泡沫打得措手不及。最终，一些表面上的"泡沫"，例如 Palm 公司难以置信的估价，只是简单的定价错误，且不能够被简单利用。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

尾　注

1. Epstein, E.J., "What Was Lost (and Found) in Japan's Lost Decade." *Vanity Fair*. February 17, 2009. http://www.vanityfair.com/online/daily/2009/02/what-was-lost-and-found-in-japans-lost-decade.

2. Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook 2012. https://www.credit-suisse.com/investment_banking/doc/cs_global_investment_returns_yearbook.pdf.

3. *Ibid*.

4. *Ibid*.

5. The popular definition of a bubble as a market whose assets trade at greatly inflated prices relative to their fundamental economic value differs from the view of many economists who define a bubble more narrowly. LeRoy [2004] argues: "Many contemporary writers are more sympathetic to the idea of irrationality... Irrationality is identified...with the existence of agents who trade for reasons that are not modeled ('noise traders'). Along these lines, bubbles are presumably defined as the difference between asset prices as they are and asset prices as they would be in the absence of noise traders." LeRoy, S.F., "Rational Exuberance," *Journal of Economic Literature*, XLII, (September 2004) pp. 783–804.

6. Gross, D. "Bulb Bubble Trouble." July 16, 2004. http://www.slate.com/articles/business/moneybox/2004/07/bulb_bubble_trouble.html.

7. Thompson [2007] argues: "[T]ulip contract prices before, during, and after the "tulipmania" appear to provide a remarkable illustration of efficient capital market prices, where options prices approximated the expected costs to the informed suppliers..." Thompson, E., "The Tulipmania: Fact or Artifact?," *Public Choice*, 130, No. ½ (January 2007), pp. 99–114.

8. Garber, P., "Tulipmania," *Journal of Political Economy*, Vol. 97, No. 3, 1989, pp. 535–557.

9. This statement has been attributed to Newton, although its provenance is in dispute. Wikiquote indicates a similar statement attributed to Isaac Newton in a Church of England Quarterly Review in 1850. http://en.wikiquote.org/wiki/Isaac_Newton.

10. Pastor, L., and P. Veronesi. "Was there a Nasdaq bubble in the late 1990s?" *Journal of Financial Economics*. Vol. 81(1), pages 61–100, July, 2006.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

11. *Ibid.*

12. Kalckreuth, U. and L. Silbermann, "Bubbles and Incentives: A Post-Mortem of the Neuer Markt in Germany," Deutsche Bundesbank, Discussion Paper, Series 1: Economic Studies No. 15/2010, 2010.

13. Carney, B.M., "Teutonic Tailspin: German Market's Rise and Fall," *Wall Street Journal*, October 1, 2002.

14. See Gurkaynak [2008] for a review of the literature. Gurkaynak, R.S., "Econometric Tests of Asset Price Bubbles: Taking Stock," *Journal of Economic Surveys*, Vol. 22, 2008, pp. 166–186.

15. Brunnermeier, M. and S. Nagel, "Hedge Funds and Technology Bubble," *Journal of Finance*, Vol. 59 (5), 2004, pp. 2013–2040.

16. *Ibid.*

17. Bracha, A., and E.U. Weber, "A Psychological Perspective of Financial Panic," Public Policy Discussion Papers, Federal Reserve Bank of Boston, September 2012. http://www.bostonfed.org/economic/ppdp/index.htm.

18. Not all bubbles seem to be as predictable. Radelet and Sachs [(2000]) noted that the East Asian Crisis was "...the least anticipated crisis in years." Radelet, S. and J. Sachs. 2000. "Lessons from the Asian Financial Crisis." In B.N. Gosh, ed., *Global Financial Crises and Reforms: Cases and Caveats* (London, U.K.: Routledge Press), pp. 295–315.

19. Ziemba, Rachel E. S. and William T. Ziemba, *Scenarios for Risk Management and Global Investment Strategies*. New York: Wiley, 2008, pp. 81–82.

20. Karchner, J., "Tiger Management Closes," CNNMoney, March 30, 2000. http://money.cnn.com/2000/03/30/mutualfunds/q_funds_tiger/

    http://money.cnn.com/2000/03/30/mutualfunds/q_funds_tiger/sidebar.htm. The extended quote is reprinted with permission of Julian Robertson.

21. Quote attributed to Keynes by A.G. Shilling, *Forbes* (1993) v. 151, iss. 4, pg. 236.

22. Ziemba, R.E.S. and W.T. Ziemba, *Scenarios for Risk Management and Global Investment Strategies*. New York: Wiley, 2008, pp. 81–82.

23. "Remarks by Chairman Alan Greenspan," at the Annual Dinner and Francis Boyer Lecture of the American Enterprise Institute for Public Policy Research, Federal Reserve Board, Washington, D.C., December 5, 1996. http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/1996/19961205.htm.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

24. 有趣的是，尽管美联储主席艾伦·格林斯潘表达了股市可能存在泡沫的担忧，但是美联储并未采取任何措施，比如使投资者更难以进行股票保证金交易，如果真的采取了这一措施的话，泡沫可能更难以持续膨胀。

25. http://www.georgesoros.com/interviewsspeeches/entry/iif_spring_membership_meeting_address_june_10_20101/. Extended quote reprinted with permission of George Soros and the Institute for International Finance.

26. "How the Soros Funds Lost the Game of Chicken Against Tech Stocks." *Wall Street Journal*. May 22, 2000.

27. "A market in which prices always 'fully reflect' available information is called 'efficient.'" Fama, E.F., "Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work," *Journal of Finance*, XXV, No 2 (May 1970), pp. 383–417.

28. Jones II, P.T., Foreword. In Soros, G., *The Alchemy of Finance: Reading the Mind of the Market*, New York: Wiley 1994.

29. Nakashima, Ryan. "Gangnam Style Sensation PSY Will Rake In $7.9 Million This Year." *Business Insider*. Dec 5, 2012. http://www.businessinsider.com/gangnum-style-sensation-psy-will-rake-in-79-million-this-year-2012-12.

30. *Ibid*.

31. "Bubbly Pop." *The Economist*. October 2, 2012. http://www.economist.com/blogs/banyan/2012/10/investing-gangnam-style.

32. *Ibid*.

33. *Ibid*.

34. Shiller, R.J., "From Efficient Markets Theory to Behavioral Finance," *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 17, No. 1 (Winter 2003), pp. 83–104.

35. Buffett, Warren, Berkshire Hathaway 1989 Letter to Shareholders. http://www.berkshirehathaway.com/letters/1989.html.

36. Elmer-DeWitt, P., "Amazon's price-to-earnings ratio is now 2,767. Apple's is 13." http://tech.fortune.cnn.com/2012/11/03/amazons-price-to-earnings-ratio-is-now-2767-apples-is-13/.

37. *Ibid*.

38. Company News, "3COM, A Computer Networker, Sets Spinoff Terms." *New*

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

York Times. July 15, 2000. http://www.nytimes.com/2000/07/15/business/company-news-3com-a-computer-networker-sets-spinoff-terms.html.

39. Varian, H.R., "Five Years After Nasdaq Hit Its Peak, Some Lessons Learned," *New York Times*, March 10, 2005. http://www.nytimes.com/2005/03/10/business/10scene.html?ref=halrvarian

40. *Ibid*.

41. http://www.chicagobooth.edu/capideas/win02/market.html.

42. *McKinsey Quarterly*, "Do Fundamentals or Emotions Drive the Stock Market?," April 13, 2005. http://www.cfo.com/article.cfm/3839631?f=singlepage.

43. Varian, H.R., "Five Years After Nasdaq Hit Its Peak, Some Lessons Learned," *New York Times*, March 10, 2005. http://www.nytimes.com/2005/03/10/business/10scene.html?ref=halrvarian.

44. *McKinsey Quarterly*, "Do Fundamentals or Emotions Drive the Stock Market?," April 13, 2005. http://www.cfo.com/article.cfm/3839631?f=singlepage.

45. Shiller, R.J., "From Efficient Markets Theory to Behavioral Finance," *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 17, No. 1 (Winter 2003), pp. 83–104.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

SHOCK MARKETS

第4章

黑天鹅时刻二：财报掘金

如果因为市场总是出乎意料甚至不合逻辑地不利于你，就对市场大发雷霆，那么你就像得了肺炎而生肺的气一样。

——杰西·利弗莫尔

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司特定消息或行为造成的冲击每日都会影响许多个股。这些影响可能很大，也可能很小，可能会持续很长时间，也可能很短暂，可能仅限于一个公司的股票，也可能波及同行业内的其他股票或整个股票市场。这些市场冲击包括财报或特别股息公告，诉讼，销售或新产品公告，管理层变动，并购声明，监管措施等。每个交易日都会产生大量的潜在案例。本章着重讲述了几个案例，以说明多种公司特定消息如何引发股票价格的突然冲击，并对交易影响进行分析。

财报

公司盈余是正确评估股票的核心。财报经常能引发大型市场冲击。证券交易委员会的公平披露法规要求美国公司及时向公众披露实质性非公开信息，而不是选择性地透露给某些受青睐的投资者。从外行人的角度来说，它意味着重要信息要一次性地向公众披露，这样交易者能同时获得市场动态信息。事实上，实质性非公开信息不能选择性地披露，增加了财报包含潜在市场动态信息的可能性。

财报的发布日期会提前很早安排好。这样，投资者就能知道何时会产生预期的潜在市场冲击。除此之外，它还能帮助投资者对分析师关于股票业绩预测达成共识。财报含有对每位投资者——甚至是那些非常确信的投资者都非常重要的信息。举例来说，联邦快递（FedEx）和联合包裹速递服务公司（UPS）被一些观察家认为是美国以及全球经济的风向标。[1]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

谷歌

“谷歌股价日内出现断崖式下跌。”彭博新闻 2012 年 10 月 18 日如是报道。[2]

任何持有股票的人都不想听到这种新闻——但是在 2012 年 10 月 18 日正午，谷歌的投资者和整体市场遭到猛烈冲击。

由于当纳利公司（R.R. Donnelley & Sons Co.）（谷歌的财报发布服务商）的意外发布，谷歌第三季度不尽人意的业绩被提前批露出来。随着消息泄出，多米尼克·朱说道：

> “谷歌提前发布了财报，第三个季度的调整后每股盈利是 9 美元 3 美分，而分析师的预测是 10 美元 65 美分……”[3]

股票下跌超过 6.5%，可能继续下跌。谷歌股票价格下跌 11% 后，应谷歌要求暂停交易。[4]

麦格理集团高级网络分析师本杰明·施阿切特说道：

> “起初，我们认为可能是某种诈骗或者错误，但最终的确是有人提前公布了财报。”[5]

比预期低 15.3% 的收益不仅冲击了市场，而且当纳利公司无意间提前发布信息令市场感到惊讶和困惑，也使谷歌股票价格下跌接近 80 美元。[6] 在短短的 8 分钟里，谷歌股票下跌 8%，股东价值蒸发 240 亿美元。[7] 至少 7 家券商下调了谷歌股票的目标价格。[8]

除了提前发布所造成的困惑外，谷歌股票价格下跌如此之快的主

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

要原因是谷歌“按点击”（cost-per-click）收取的投放广告收入较去年下滑 15%。[9] 这致使谷歌无法在移动平台，比如使用谷歌安卓操作系统的智能手机和平板电脑，收取更高的广告费。[10] 这对谷歌造成重创，因为它名字的本身意义就是“搜索”。

尽管有许多坏消息传出，但还是有很多看好谷歌的机构。eMarketer 预计谷歌在移动搜索广告市场收益占总收益的 95.4%——巨大的份额。[11] 造成谷歌股票价格下滑的部分原因还要归结于近期谷歌收购摩托罗拉移动公司（Motorola Mobility）。[12]

考虑到谷歌股票的下跌速度如此之快——10 分钟内市值减少 10 亿美元——对这个冲击做出反应对许多投资者来说都非常困难。此外，该冲击的突袭对大部分交易者来说都毫无准备。然而，这为那些动作迅速又愿意承担风险的投资者提供了两个选择。

首先，你可能从回调中获得盈利。谷歌股票首次下滑的规模和速度，外加部分原因是困惑才造成的这种结果，说明那天晚些时候会产生小幅修正（真的发生了）。股票价格收盘时只下跌了 8%——比那天 11% 的下滑有所改善。正如福布斯网站于当日下午 3 点 24 分就谷歌股票当时快速下滑所说的那样：

> “谷歌股票在下午 3 点 20 分重新开盘时，股价回调至 695.00 美元，虽然依然下跌 8%，但较 676 美元的低点已有所上升。”[13]

其次，这是潜在的长期买入机会。尽管许多分析师下调了他们对谷歌股票的评价，但他们下调后的价格通常还会高于冲击后价格。巴

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

克莱分析师安东尼·迪克莱蒙托这样说道：

> “我们相信混乱会创造买入机会……（谷歌）可以（相当）容易地从降低 CPC（每次点击成本）所获得的电子商务推动力和适度调整中获利。”[14]

据 Marketwatch.com 报道，在谷歌股价被冲击 5 日并几经下调后的 2012 年 10 月 23 日，分析师认为谷歌的平均价格目标是 799.84 美元，这意味着谷歌此前的震荡是只上涨道路上的波动，但也只是个震荡而已。

苹果

财报看起来有时会对股票造成超常影响。与预期发生小小偏差的财报，有可能会对股票价格产生巨大影响——上涨或下跌。试想一下，如果你是拥有苹果股票内部消息的短线交易者，你知道苹果的收益和每股收益都将打破预期。抛开那些明显的非法内部信息交易，你会怎么做呢？

答案肯定是：“买入苹果股票。”

然而，在有些情况下，这可能是完全相反的做法。2012 年 7 月 24 日，苹果公司发布了截止于 2012 年 6 月 30 日的第 3 季度财报。报告显示，苹果手机销量低于预期。同时，尽管报告中每股收益比苹果首席分析师预计的高，但还是少于华尔街的预期。美国全国广播公司（简称 NBC）的玛莎·怀特在 Marketday 中讲道：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

> "苹果报告的这一季度每股收益是 9.32 美元…高于苹果自己 8.68 美元的预期，但华尔街的预期是 10.35 美元…" [15]

苹果公司股票由于这则新闻而下跌 4.3%：

> "苹果，全球所占市场份额最大的公司，其股票在纽约证券交易所的收盘价下跌至 574.97 美元。" [16]

苹果业绩突破了自己的预期，但股票依然下跌 4.3%。这证实了市场——不是几个参与者的预期——才是重要预期的事实。理解这个预期至关重要。着眼苹果预期的投资者可能会看高预期业绩。然而，那些理解市场定价高于苹果预期的投资者一点都不会感到惊讶。分析师的预期也要高于苹果的预期。即使苹果突破自己的预期，它的股票价格在收盘时每股还是下跌了将近 3 美元——在后期市场交易中每股大约下跌了 25 美元。

脸书和星佳㊀（Zynga）

有时两家公司的财报会对各自产生不成比例的结果，正如脸书（Facebook）和星佳的案例一样。

CNET 曾就这种现象发表过一篇文章："星佳颤动时，脸书会发抖。" [17] Next Web 曾表示，下一个交易日星佳的财报结果会给脸书的财报发布搭好台。[18]

㊀ 社交游戏服务提供商。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不幸的是，星佳的财报极端糟糕。文章推测，如果星佳下一季财报继续疲软，且星佳－脸书的财报联系继续下去的话，那么高科技公司的上市将变得更加困难。

> “尽管财报显示只录得略微令人震惊的利润，而且低于预期，但对其 1/3 的市值造成影响。”[19]

在 2012 年的头一个季度，星佳在脸书公司 10.6 亿美元的收入中，占到了 1.59 亿美元。[20] 这种紧密关系意味着，投资者将与星佳有关的问题当成了脸书出现问题的提示。有人说，尽管两家并未“成亲”，但关系亲密。

CNN Money 提到，脸书的投资者：

> “在星佳公布了差于预期的财报后，脸书更加紧张…星佳的股价周四下跌了 40%，脸书跌幅超过 8%。”[21]

脸书的财报好于预期，好一点点，营业收入 11.8 亿美元，每股收益为 0.12 美元，广告收入 9.22 亿美元。[22] 这些结果较上一年度增加了 45%。[23]

然而，脸书的股价日内照样下跌了 8%。还没完，下一个交易日低开后，下跌了 14%。[24]

原因在于，该公司的支出达到了 19.3 亿美元，相比上一年度增幅接近 300%。此外，虽然收入增加了 32%，但是对华尔街来说仍然不多，因为增幅不如上一季度。[25]

进一步来说，《卫报》称：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

> “移动应用令投资者担忧，因为脸书已经承认，它发觉难以从那些账户中赚钱。”[26]

本质上，问题集中于以下事实，即脸书的大部分应用者主要通过移动设备而非个人电脑登录其账户。

脸书的 IPO 饱受交易困境和不可持续的估值困扰，自此其动能便为下行。达到分析师的预期或许能证实脸书并非一无是处，但难以改变“脸书股价被高估”的市场观点。星佳未能符合市场预期成为另外一个推动因素。此外，禁售期即将到期，意味着内部人士可以卖出其股票，也促使股价下跌。

股价波动的快速性会在下次财报时更为明显——尤其当相反的市场反应出现时。对脸书仍然非常重要的星佳公司下跌 7 美分 / 股，且裁员 150 人。这是个负面新闻，但与预期一致。星佳还披露了其两亿美元的股份回购计划。[27]

然而，这次星佳的股价在盘后交易（after-hours trading）上涨了 14%。

脸书方面，其第三季度预期与第二季度类似。预期的结果是收入达到 12.3 亿美元，每股收益在 11 美分。实际结果是收入达到 12.6 亿美元，每股收益达到 12 美分。[28] 该业绩与第二季度结果类似，略微好于分析师的预期。

这次，脸书在盘后交易中上涨了 11%，较披露后的早盘股价上涨了 20%。[29，30]

表面上，这一结果令人疑惑。尽管星佳财报报告为亏损，脸书收

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

入也只比预期高一点点，但脸书和星佳股价双双上涨。此处有两个因素：超卖的市场做好了上涨的准备，而且具体到脸书方面，移动广告收入增加。第二和第三季度结果的差异在于移动设备上脸书的广告份额。尽管前一个季度只有 1000 万，但第三季度来自移动平台的收入达到了 1.5 亿美元。[31]

Pivotal Research Group 的分析师布莱恩说："移动问题？什么移动问题？"他说，"结果非常好嘛。"[32]

考虑到移动方面被广泛认为是脸书的弱点，此次财报出现了巨大变化。尽管总收入变化微小，但是移动收入出现了 1.5 亿美元的增加。商业内幕杂志（Business Insider）估计，脸书的移动广告每年价值 10 亿美元。[33]

脸书的财务总监大卫·艾伯斯曼说：

> "第三季度来自 Feed 的浏览量达到 400 万/天，其中近 3/4 来自移动 Feed。"[34]

尽管这反映了脸书业绩的巨大改善，但是整体并不是一切都称心如意。2012 年 11 月 14 日，超过 12 亿股就要达到禁售期。[35] 可能的情况是，这一信息已经消化在此前的股价走势中。讽刺的是，股价的上涨可能使得禁售股持有者更愿意在上涨过程中卖出。足够令人惊奇的是，禁售期到期当日股价上涨了 10.3%。[36]

某种类似财报结果引发的脸书股价上涨，原因之一是市场态度问题。事实上，美国科技媒体网站 The Verge 的艾德里安·杰弗里表示，马克·扎克伯格这次正更加努力的取悦华尔街：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

> "扎克伯格第一时间对华尔街的怨声载道做出反应，即公布了脸书的移动策略及其与星佳的紧密关系，他看起来很热衷于取悦华尔街的投资者，并针对他们的怀疑先发制人。"[37]

因为脸书相对较新的商业模式，及通过优先股（一种投票权安排）使得扎克伯格拥有绝对的权利，[38] 不奇怪的是，投资者对扎克伯格任何看起来不专业的言行都会非常审慎。[39]

除了有呼吁要求其辞职，他还会在财富上产生巨大损失，因此他毫无疑问会努力工作，消除股价的下行倾向。[40] 考虑到脸书 IPO 仅仅数月后股价就下跌超过 50%，很明显已经超卖。[41] 星佳表现普通的财报结果所引发的股价上涨意味着，市场为股价的反弹做好了准备。相关股票出现如此大幅度的上涨也发出了这样一个信号，即脸书超卖，且为其自身的飙升做好了准备。精明的投资要关注相关股票的表现，将其作为未来可能表现的参考。

突然下跌

有时，财报是压垮骆驼的最后一根稻草。在被路透社异想天开称之为"空头圣诞节"的行情中，绿山咖啡在 2012 年 5 月 3 日损失近 2/5 的市值。[42]

周四早盘前期，绿山咖啡下跌近 40%，从周三收盘价 49.52 美元 / 股跌至近 30 美元 / 股。[43]

每股收益符合之前预期的 64 美分的预期，但是销售额差于预期的 9.72 亿美元，仅有 8.85 亿美元。影响市场的不仅有"底线收益"（利

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

润)，还有“顶线增长”(销售额)。

该公司对销售额不及预期做出了解释，CNN Money 报道说：

> 高管解释说是因为天气原因，就是说，不合时宜的暖冬导致更少的人喝热饮，比如可可饮料和苹果酒。[44]

绿山咖啡，此前已经深处来自各方——尤其是著名空头大卫·埃因霍温的压力之中——早已在靶心之中。财报之前市场已经充满很多诅咒：始于 2010 年以来处于证券交易委员会的调查之中，各方空头的压力，以及多年来缺乏新商业模式的业绩增长。[45]

冲击发生的时点难以预测（除非有关于财报情况的内幕消息)，但是很明显绿山咖啡正深度受压。

正如一些学术文献所证实的那样，绿山咖啡的下行趋势和可能的市场崩溃是可以被预测到的。例如，德雷克，里斯和斯万逊（Drake, Rees and Swanson, 2010）的报告就曾披露做空的盈利交易策略：

> “……当空头兴趣信号与大众分析师推荐强烈冲突时。”[46]

有人注意到了绿山咖啡较高的空头兴趣和分析师的推荐买入评级：

> “12 位分析师中的 9 位给出买入评级，只有一位给出‘卖出’评级。然而 23% 的该个股是空头持仓。”[47]

这是否意味着交易者已经预测到股价下跌的准确日期呢？不。这是否意味着交易者已经知道绿山咖啡财报差于预期？不。这是否意味

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

着交易者已经知道股价要下跌 40%？不。然而，这的确意味着交易者具有做空绿山咖啡的证据的数量优势。交易中不存在确定性的押注，但是市场对绿山咖啡的押注倾斜在了做空的一方。所有信号指向下行，就是个不平衡的押注。

新产品——电玩游戏

美国大型的游戏开发和发行商 T2 的股价，在多年制作的游戏"黑色洛城"[48] 发布后飙升 8%。这个游戏的发布日期人所共知且研发周期漫长，但为什么市场仍未将其充分消化至该公司的股价之中？[49]

Industrygamers.com 的一篇文章援引美国投资银行 Stern Agee 分析师阿文德·巴提亚的话说：

> "……华尔街预期这款游戏能卖到 300 万 ~ 400 万套，而且前期公测也支持这一想法。"[50]

这篇文章还提到，黑色洛城是当周销售榜排名第一的游戏，在亚马逊网站上十分畅销。[51]

这款游戏背负市场大量期待和假想，那么为什么发布当日还会股价大涨呢？

事实上，电玩产业内部对于该公司能否交出如此雄心勃勃的游戏十分存疑。这款游戏与其之前带来印钱式成功的侠盗猎车风格不同，突然的转变使得一位观察家预期消费者会反应激烈。[52]

然而，真的出现了负面的激烈反映了吗？没有，事实上，黑色洛

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

城评级很高。Time Tech 的伊万·纳克索斯表示：

> “该款游戏得到：9 分的评分推动公司股价大涨，昨日开盘在 15.93 美元 / 股，收盘在 16.90 美元 / 股。”[53]

不过，你是否提前知道电玩产业对这款游戏的预期？如果你不是电玩玩家，你是否会交易这一个股？答案是个响亮的“是”。在游戏发布日前市场会泄露对其早期印象的各种声音，这相对很普遍。事实上，一些游戏在发布前通过文件共享网站就被泄露了。这不是要宽恕游戏文件非法下载的行为，主要是想说明，一些游戏信息在官方发布前已经对一些特定玩家（电玩发烧友）发布。这就对某些交易者提供了不对称消息。在这个案例中，提前下载游戏是没有必要的。卫报网站在发布日 5 月 17 日之前的 5 月 13 日发布了黑色洛城的公测版，但旋即被删除，不过电玩发烧友还是拷贝了公测版，并在数个电玩网站得到复制。[54，55]

黑色洛城公测版得到良好的反应，却并未被消化到股价中，这是个产业问题。有多少交易者会渴望玩这款游戏令人怀疑，而且许多人可能根本没听说过这款游戏。然而，对这一游戏发布确实做过功课的交易者可能已经在该公司股价上涨之前就买入了头寸。即使是那些没有提前埋伏进去的投资者也能从这波行情中获利。该公司的股价在下午 1:30 才开始其上涨走势。[56] 你可能已经读到发布日的评论，还吃了午饭，仍有时间在股价上涨前买入。

事实上，这不是个孤立事件。有证据显示，针对单款游戏的差评会对公司股价产生巨大的变化。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Time Tech 上的另外一篇文章提到，THQ 股价在广受期待的“国土防线”游戏得到“中度”好评后一天下跌超过 20%。[57] 国土防线获得 20 万套的预定——是 THQ 历史上最多的一次——看起来十分成功。然而，考虑到 THQ 的财务总监声称这款游戏要卖到 200 万套才能收回成本，所以当不温不火的市场评价出现时，期待变成了失望。[58]

好评和良好销售的重要性被那位财务总监其他的评论给放大了：

> “一旦你意识到正在获得高达 60% 的营业毛利时，你会觉得成本不算什么。”[59]

市场评价对于游戏公司至关重要，因为这类公司的固定成本高昂——游戏的研发——当然理论上超过成本线的利润潜力也是无限的。差评意味着看起来能产生 60% 利润的赚钱机器可能是一个败笔。

那么，我们怎么看这些案例呢？很明显，市场评价对于电玩买家至关重要。《华尔街日报》提到，游戏评价网站在这一产业扮演重要角色：

> “对于消费者来说，拿出 50 ~ 60 美元买一款新游戏，要比花 10 美元买张电影票要贵。”[60]

大型游戏发行商，诸如动视暴雪和 T2 会利用其游戏评级，帮助决定雇员的奖金。前者的一份研究发现，在广受欢迎的评论网站 Game Ranking 上，市场好评超过 80% 后，每增加 5%，销量会翻番。

> “动视暴雪认为，其他因素先不讲，游戏评价得分能实际影响销量，不单单反映游戏质量。”[61]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

但是，你能从这些案例中获得交易机会吗？答案是肯定的。尽管这些例子显示市场对差评反应迅速——上涨或者下跌 10% 或者 20%——有时市场评价会引发长达数月的股票趋势，提供充足的交易盈利机会。好消息有时来得很早。

这一想法得到了丰乐公司开发的国土防线游戏案例的支撑。

市场评价不仅能引发短暂的市场冲击，也能引发可交易的数月的长期趋势。丰乐公司是之前被大肆炒作的大型多人在线游戏“神秘世界”的开发商。该款游戏 7 月 3 日发布后，丰乐股价略微下跌，7 月 4 日也小幅下跌。直到 7 月 5 日和 6 日股价才开始大幅跳水——7 月 6 日收于 11.40 美元，较 7 月 3 日股价下跌了 45%。

2012 年 8 月 10 日丰乐公司发表了一份投资者关系更新，丰乐将股价下跌直接归咎于市场对“神秘世界”的差评，在 Metacritic 和相关网站上该款游戏得到了低评价，该公司表示：

> “像神秘世界这样的游戏，正常来说有赖于正面的媒体评价，才能达到成功的初期销售，另外还有其他因素，比如消费者口碑。”[62]

8 月 10 日，股价再次下跌，从前一日的收盘价 7.83 美元 / 股跌至 3.75 美元 / 股，然而跌势还有很长的路要走。除了一些弱势反弹，股价持续下滑。截至 11 月 7 日，丰乐股价达到 1.50 美元 / 股，接近“神秘世界”发布日时股价的 10%（见图 4-1）。

这种程度的下跌看起来不可预测，也相当不理性，这是因为丰乐公司是个相对较小的公司，规模远比艺电公司和动视暴雪小。因此，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一款游戏销量不好会对其股价产生更大的影响，超过其对大型且多元的游戏公司的影响。

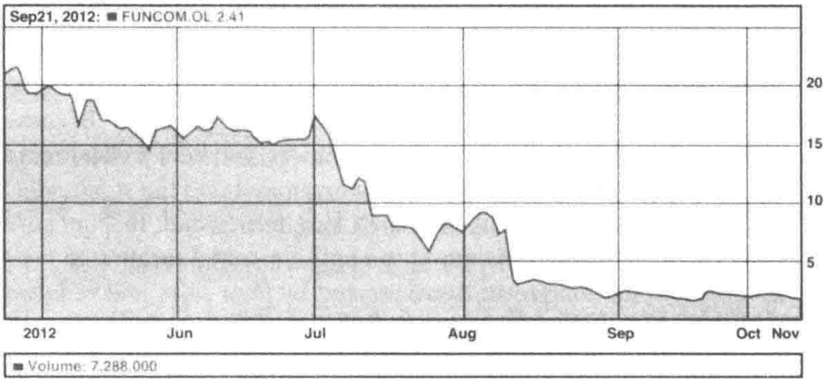


图 4-1 丰乐公司大型多人在线游戏“神秘世界”2012 年 7 月 3 日发布后的股价表现

因此，你该如何在这些市场冲击时交易呢？

你能在 7 月 3 日前了解到该款游戏的质量问题吗？游戏发烧友，或者有一位游戏发烧友朋友的交易者或许可以。预定了该款游戏的消费者在 6 月 29 日，即游戏发布日 7 月 3 日前就能玩到。[63] 股价直到 7 月 2 日还出现了小型上涨——直到 7 月 3 日才下跌。此外，股价一直到 7 月 5 日和 6 日才开始大幅下跌。游戏发烧友——以及精于研究的交易者可能已经在游戏官方发布日前就了解到了游戏的质量问题，但是直到发布数日后才反映在股价上。你不仅能在发布前（获得合法的提前消息）试用产品，市场也在数日内未反映这一消息。此外，即使你错过初期的下跌，也仍在后期的大幅下跌中获得收益。

游戏产业中的这些案例反映了几个重要的交易经验。在某些产业

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中，市场信息会及早得以披露，但是并未被消化在股价中。

在黑色洛城的案例中，市场对其积极评价的信息是可用的。在游戏发布日，交易者有数小时时间可以布局交易。这可能是因为许多交易者还不如十几岁的孩子能看得出游戏的吸引力（进一步说就是需求）。因为十几岁的孩子不可能是交易者，所以才出现了重要消息未被消化进股价的这一案例。然而有时市场信息可能引发一段长期趋势。在丰乐公司的案例中，你既可以从初期的差评反应中获利，也能从因销售不佳和预期下降引发的长期趋势中获利。

并购活动

并购活动是市场冲击另外一个重要的源头。并购交易可能是善意的，也可能是恶意的。最大的冲击往往作用于目标公司的股价上。要约声明可能引发目标公司的大幅上涨。收购方公司的股价通常略微下跌，但有时也会上涨。有时，目标公司的股价涨幅可能超过收购一方愿意支付的程度。当市场预期有其他收购方进入市场，或者收购方被迫提高价钱时，这种情况就会发生。偶尔，收购方可能付的更少。

交易剖析：美国银行（BAC）和美国国际金融服务公司（CFC）

人们很容易忘记，2007 ~ 2009 年的全球金融危机起源于美国的次级贷款抵押危机，之后演变成全球银行危机，然后发展成全球信贷危机。当时人们普遍认为，次贷危机可能相当有限。事实上，美国股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

票市场直到 2007 年的 10 月 9 日，中国则是直到 10 月 16 日才到顶。

打造一家全国性的全面服务银行的梦想一直诱惑着许多美国的银行 CEO。因此，当 2007 年中期次贷危机开始给一些高知名度的次贷出借商带来压力时，美国银行抓住了这一机会。

2007 年 8 月 22 日，BAC 向 CFC——一家大型次级抵押贷款出借商做出战略投资，购买价值 20 亿美元的 CFC 可转换优先股。优先股是可转换的，价格为 18 美元 / 股，这将使得 BAC 获得 CFC 1.111 11 亿普通股，股份占 16%。[64]

当时，CFC 股价是 21.82 美元 / 股。是的，这是真的。BAC 同意购买价值 20 亿美元的 CFC 优先股，并获得一份以 18 美元 / 股的价格买入 CFC 普通股的期权，当时 CFC 股价在 21.82 美元。简单得说，每股股票已经盈利 3.82 美元。这意味着 BAC 实际上并不是投资了 20 亿美元——最多只有 15.76 亿美元，因为如果立刻行权，就能获得 4.24 亿美元的收益（也就是 3.82 美元 ×1 111 100 股）

这对 BAC 股票持有者而言是笔好交易。那么，CFC 普通股股价对新消息有何反应呢？它上涨了 4.54 美元，涨幅达到 21%。这就更利好 BAC，因为期权若行权后最低价值 9.2889 亿美元。

为什么 CFC 同意这笔交易？更可能的原因是，BAC 对 CFC 的战略投资可以被理解成，CFC 现在需要一位投资者的支持。BAC 是怎么获得优先股的呢？更可能的原因是，BAC 获得了有关 CFC 次级抵押产品组合的信息，以评估其“真实”价值。这笔交易给予 BAC 一个机会，以低廉的价格获得一家其早想扩张进入的公司的股份。2007 年 8 月 BAC 对 CFC 的战略性投资看起来是个精明的举措。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

尽管次贷危机持续恶化，但是另外一个买进次贷抵押公司的机会出现。2008 年 1 月 11 日，BAC 同意以 40 亿美元的价格买入 CFC 其他股份。[65] BAC 的媒体披露称，该笔收购使得 BAC：

> “成为美国最大的抵押贷款出借商和贷款服务商，这是该公司在帮助消费者满足所有金融需求方面所做的巨大进步。”[66]

该笔交易原本预期在 2008 年第三季度完成。全股交易的条款非常有意思。BAC 同意以 0.1822 股 BAC 股票买入 CFC 一股股票。鉴于当时 BAC 股价运行的位置，这相当收购价为 7.16 美元 / 股，或者收购金额为 40 亿美元。[67] 然而，相对于 2008 年 1 月 10 日 7.75 美元 / 股的收盘价格相比，收购价仍然有 0.59 美元的折扣。BAC 此前在 2007 年 8 月已经以折扣价大量买入 CFC 股票，且后者股价上涨了。

那么，市场对收购协议的反应如何呢？ 2008 年 1 月 10 日，CFC 收盘价为 7.75 美元 / 股，声明发表后的 1 月 11 日为 6.33 美元 / 股，下跌了 18%。2008 年 1 月 11 日 BAC 收盘于 38.50 美元 / 股。这意味着，1 月 11 日 BAC 收购 CFC 的隐含价值为 7.01 美元 / 股（也就是 38.50 × 0.1822）.

全股交易意味着，CFC 股价可能随着 BAC 下跌，或者如果投资者担忧该笔收购协议难以通过。CFC 股价持续下跌，2008 年 1 月 14 日收盘于 6.09 美元 / 股，1 月 15 日为 5.81 美元。迅速地，CFC 隐含价值和有效协议价格（也就是，0.1822 × BAC 股价）之间产生缺口。CFC 在周五，1 月 18 日再次下跌 9.49%，收盘于 4.96 美元 / 股，而那一天 BAC 收盘于 35.97 美元。1 月 18 日时 BAC 收购 CFC 的每股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

隐含价值是 6.55 美元（0.1822 × 35.97 美元），较 CFC 股价高出 159 美分。考虑到市场认为 CFC 股价只有 BAC 的 18% 左右——但实际交易价格更低，意味着投资者担忧该笔收购协议难以落地。

BAC 仍然是在那一日早盘，因为受到减记 53 亿抵押支持证券影响，该公司公布的第四季度收入预测比预期的差 16%，其股价运行至 34.00 美元。2008 年的 1 月 24 日，CFC 下跌了 0.44 美元至 4.52 美元。这笔 CFC 达到 6.19 美元 / 股的隐含价值（0.1832 × 34.00）要低得多。

可以确定的是，CFC 的股价还受到其他因素的影响。然而，CFC 股价立刻的负面反应显示，市场认为 BAC 收购 CFC 意向明智度不高，而且市场认为收购协议不可能完成。

美联储最终于 2008 年 6 月 8 日批准 BAC 收购 CFC，该笔交易完成于 2008 年下半年。

桂格买下斯纳普

在一项被称为公司合并历史上最大败笔之一的交易上，[68] 1994 年 11 月 3 日，桂格宣布以 17 亿美元的价格买下斯纳普。然后桂格又对其运营投资数百万美元。27 个月，桂格以 3 亿美元的价格将斯纳普卖给 Triarc。

该笔交易试图：

> “在健康理念日益增强的美国融合两大品牌的市场营销和增长潜力：佳得乐在运动饮料市场，斯纳普在冰茶和果汁饮料市场”。[69]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在收购宣布当日，市场的反应是迅速的——不过是负面的。

> “纽约证券交易所桂格股价下跌 7.375 美元 / 股，跌幅近 10%，至 67.125 美元。”[70]

鉴于跌幅达到戏剧性的 10%，市场已经预见到问题即将来到。

具有讽刺意味的是，一些市场参与者认为收购低估了斯纳普的价值。《纽约时报》援引一位交易者的话说，这笔交易是“台下交易”。事实上，收购协议宣布的当日，愤怒的持股者提出 13 项诉讼，指责斯纳普卖得太低。

尽管存在法律诉讼，桂格仍然以 17 亿美元现金的方式收购了斯纳普。[71] 不过这真是巨大的败笔，桂格只运营该公司两年多一点的时间，每天损失 160 万美元。原因非常多，诸如竞争增强，需求下降，商业模式陌生，都导致了惨痛的收购失败。

斯纳普卖给 Triarc 时，桂格在斯纳普上的总损失达到了 20 亿美元。尽管如此，虽然斯纳普转手价格低于预期，但是投资者仍然乐观其成。

> “投资者反应热烈。桂格股票今日上涨 2 美元，之后回撤至 37.75 美元，上涨 25 美分。Triarc 股票上涨 1.625 美元，至 17.375 美元。”[72]

尽管股票持有者损失巨大，但是投资者乐观其成，股票因此上涨。斯纳普的收购交易显示，市场——而非 CEO 的陈词滥调——是并购交易更好的真实价值参考，前述声明的发布导致股价立刻下跌了 10%；它还显示，尽管承认巨大的损失令人心痛，但是为将来考虑将

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一家公司推动至合理的阶段——在本案例中就是卖掉负担——对股票会有积极影响。

如果你是一位长线投资者，就要知道“研究认为估计（并购）失败的概率在 50% ~ 80%。”[73]《并购交易》杂志编辑马丁·斯科拉认为：“数据显示，大多数并购不成功。”[74]

美林收购第一共和银行（FRC）

2007 年 1 月 29 日周一，美林宣布以每股 55 美元，总计近 18 亿美元的价格收购位于旧金山的第一共和银行（FRC）。受消息刺激，FRC 股价上涨 15.33 美元，涨幅达 40%，至 53.63 美元 / 股。2007 年 1 月 30 日的《华尔街日报》报道说：

> “美林出价漂亮。这一报价是目标公司 2007 年每股收益的 24 倍，也两倍于美林自身估值。”[75]

交易宣布后美林股价下跌 2.14 美元，跌幅为 2.3%，至 92.39 美元 / 股。此外，当日整体市场——以标普 500 指数体现——下跌了 0.1%，且没有其他的美林消息。收购 FRC 就是美林的消息面。当时美林流通股数量达到 8.8397 亿股，股价下跌 2.14 美元意味着美林市值跌幅与收购 FRC 相当。简单地说，这相当于美林花了 18 亿美元，却什么也没得到。

这个案例特点在于，FRC 股价受到积极影响（上涨 40%），但是对美林股价产生负面影响（小幅下跌）。然而，这改变不了以下事实，即收购交易让美林持股者花费不少，达到近 18 亿美元。很明显，市场认为 FRC 在这笔交易上占了便宜。FRC 股价上涨了 40%，反映了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

美林向 FRC 持股者愿意支付的价格，而这一点被消化在了美林的股价中，这笔收购交易不太值得。

失败的并购交易

并不是每一笔完成的并购交易都能成功地给收购方公司股票持有者创造价值，正如桂格—斯纳普和美林—FRC 的交易所显示的那样。同时，并不是每一笔并购交易都能完成。那些陷入失败的收购交易的公司股价会有什么影响呢？你可以预期目标公司的股价会下跌，因为收购方公司一般会溢价收购。相反，一旦收购失败，收购方公司股价会上涨。

有时，收购失败是好事。AT&T 于 2011 年 12 月 19 日撤销了对 T-mobile 公司的收购要约，此前前者很明显难以清除反托拉斯阻碍，T-mobile 因此获得高达 60 亿美元的分手费。《纽约时报》说，这笔分手费包括 30 亿美元的现金，外加高达 30 亿美元市值的无线波普使用权（用于移动手机）。[76]

顶部变化

在许多情况下，“杀蛇先斩头”指的是彻底征服那些被认为邪恶和破坏性的人或物。在那些经营不佳的 CEO 的案例中，“杀蛇先斩经营不善的蛇头”是否能帮到持股者？反过来说，经营能力较好的 CEO 意外离职是否会损伤到持股者？管理层的变化对投资者也非常重要。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

受冲击的 RIMM

2012 年 1 月 22 日，吉姆·贝尔斯利和迈克·拉扎里迪斯，作为 RIMM 公司，也就是现在的黑莓公司的联合 CEO 宣布辞职。他们的离职对投资者而言是福音。二人多年以来一直是受批评的目标，被认为在适应变化中的移动市场时行动缓慢。CBS MoneyWatch 的文章提到，RIMM 破坏了一个伟大的品牌，从高峰算起持股者损失了 700 亿美元，投资者公开呼吁领导层要变化。[77] 文章末尾处对 RIMM 的运营持怀疑态度，认为公司较差的经营业绩看起来像公司不得不“规划的一部分。”[78]

另外一个消息源提到，最近这些年来：

> “RIMM 见证了强有力的竞争，销售额的下降，失败的新品发布会，还有漫长的服务断档。”[79]

公关也是 RIMM 的一个问题，比如拉扎里迪斯在接受 BBC 采访时做得有些过火（中途离席），他认为采访不公平。[80]

尽管投资者乐见新的 CEO 能改善公司情况，但是市场并未看到投资者所期望的情况。索斯腾·海因斯，一位公司内部人士，被任命为 RIMM 的新 CEO。股价收盘时下跌 8.5%。一位分析师认为变化“有必要”但并不充分。[81] 他还提到，海因斯的任命意味着现在出售公司是不可能的。[82] 这些大概导致股价下跌。

当许多投资者认为需要彻底的改变，而当下的公司战略又没有出现这种变化时，换成另一位效率低下的 CEO 意义不大，尤其是考虑

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

到此次更迭仍然是一位忠实的内部人士。看起来积极的消息对 RIMM 股价没带来任何利好。

百思买

电子零售商百思买多年来压力不断。2006 年每平方英尺的营业利润是 50.61 美元。[83] 截至 2010 年，这一数字跌至 18.52 美元，[84] 这与苹果商店高达 1100 美元的营业利润形成鲜明对比。[85] 此外，它苦苦挣扎于与亚马逊的竞争，后者并不提供门店，但报价更低。百思买 CEO 布莱恩 · 邓的离职起初推动股价上涨。[86] 然而，涨势非常短暂，后来变成大幅下跌，股价当日收盘下跌 5.9%。[87] 这可能与没有新任命有关。

NBG Production 的首席证券分析师布莱恩 · 索兹总结了市场反应：

> "他的离职是个好消息……但是这增加了新的不确定性。"[88]

百思买高管邓的离职起初被认为利好行情，因此股价上涨。不过随即事实进入市场。邓先生的离职主要是因为一项针对个人行为的调查——并非因为市场对其在百思买表现的担忧。进一步来说，因为该公司并未提出新的任命，不确定性增加了。市场原本对百思买期待的转变成了怀疑——市场反映了这一情绪。

康典公司

但有时候，撤掉 CEO 且没有新的任命可能导致股价大幅上涨。康典公司（Wellpoint）就是这种情况，它是美国第二大医疗保险公司，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2012 年 8 月 28 日晚间 CEO 安吉拉 · 布莱利离职。盘前交易上涨 5%，29 日当日收盘上涨 7.7%。[89, 90] 在这个案例中，布莱利已经饱受批评。不仅利润令人失望，似乎与总统奥巴马还有争执。

> “……2010 年该公司将加利福尼亚部分保单持有人的费率上调至 39%。全国性的怒火帮助奥巴马通过了国会的医疗保险改革法案。”[91]

投资者的愤怒是她离职的一大原因。

> “一位熟悉董事会想法的人士表示，这一举措之所以发生是因为投资者情绪的大爆发……”[92]

有些消费者也对她的领导方式较为失望。[93] 数个公共关系大战上的受挫大概也影响了多个收购任务的精力。考虑到投资者对 CEO 不满情绪的高涨，即使没有宣布新的任命，股价还能上涨 7.7% 也就不足为奇了。

监管行动与诉讼

在监管行动方面，最大的交易催化剂之一来自对药品的批准或者不批准。“重磅炸弹”药物可带来数十亿美元的潜在利润。但如果药物得不到批准，则意味着多年来耗费的数百万美元可能随之打了水漂。

一个极典型的案例是 Vivus 公司新开发的减肥药 Qnexa 获得监管专家小组的支持后，股价大涨 78%。[94] 这一推荐并不意味着获得美国

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

食品和药品监督管理局（FDA）批准，尽管通过批准的可能性较高。

彭博新闻描述了这一药物一旦成为诸如降脂药立普妥这类重磅炸弹药物后的潜在价值：

> “立普妥作为降脂药在去年失去专利保护前销售了 107 亿美元。”[95]

反托拉斯监管意味着某些合并方不只需要双方的同意。司法部的批准也是需要的。那么是否批准的决定就会成为市场冲击。例如，2008 年 3 月 24 日，美国司法部反托拉斯局就批准了 Sirus 与 XM satellite 高达 43.8 亿美元的“对等合并”协议。之前能否批准不太确定，因为两者是美国卫星广播市场仅有的两家公司。担忧在于双方的合并可能导致更高的消费价格。如果不批准双方的合并，可能导致两家公司股价走低。之所以批准两家公司合并，主要是基于相关市场比卫星广播市场大得多。其他媒介还有其他的竞争者。CNNMoney 报道说，在批准宣布后，XM 收盘上涨了 15.5%，而 Sirus 上涨了 8.6%。[96]

法院判断也可能引发市场冲击。常见的诉讼原因是专利侵权申诉。然而，诉讼也可能是因为任何某种原因。

Rambus 是个典型案例。[97] 多年来它既收获了成功，也尝到了失败滋味。Rambus 控告镁光和海力士半导体试图锁定芯片价格的诉讼就以失败而告终，导致 Rambus 股价于 2011 年 11 月 16 日大幅下跌。当日收盘下跌超过 60%，交易日盘中一度下跌 80% 左右。[98] 不出意外，另外两家公司的股票受到法院判决的影响而上涨。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

交易经验

谈到财报，预期至为关键。市场不看好脸书时，略微令人意外的财报预期导致股价下跌，下一个季度财报同样略微令人意外——但是股价飙升。一定程度上这是因为移动数量有所改善，很大程度也是因为新的市场描述认为脸书股价超卖。星佳也经历了同样的现象，受一般程度利好消息推动上涨。

基本面良好的公司CEO离职或者公司合并，并未被认为会拖累整个公司，正如在康典公司和斯纳普公司的案例中所显示的那样，仅仅是止血并重新开始都可能导致公司股价上涨。

在诸如布莱恩・邓离开百思买这样的案例中，市场起初受到其离职消息的影响而上涨，但是因为没有清晰的新任命，也没有改善公司的规划，导致股价又迅速下跌。同样的事情发生在RIMM公司。该公司商业模式存在瑕疵，导致内部提拔的CEO难以改变现状。在类似的情况下，投资者可以期待类似的市场反应。

另外一个重要的经验是，在某些行业中，诸如电玩行业，对股价产生较大影响的消息（这里是玩家评价）可能较早就能获取到，但是之后才能被消化到股价中。这就给即使是行动缓慢的交易者利用这类消息盈利的机会，这类消息要慢慢地被消化到股价中。此外，正如丰乐公司的案例中所展示的那样，一条重要的消息可能具有几个月的影响，有时使得错失了初期机会的交易者在之后的表现中仍然能够赢利。

具体到公司的消息仍然是股价和市场冲击的重要推动因素。在许多案例中，交易者可能被动地对计划外消息做出反应。在这种情况下

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你能做的交易比计划内消息更有局限性。也许令人意外，有时市场对其做出反应的消息可以公开地获取到，而且具有交易机会，之后它才成为“消息”。有时一只股票的价格波动会传导到其他股票上。

还有一条经验，那就是，尽管有自己的估值专家，但是美林收购第一共和银行、美国银行收购美国国际金融服务公司时都付出了高额的代价。通常而言，即使是专家也难以预测并购能否成功。这一点也可以通过斯纳普并购案发生时出现的诉讼得以印证。

财报使你做交易时可以做好准备迎接市场冲击。利用好这些机会，并基于以下交易理念设置好头寸——避免那些你还没有为之做好准备的波动。

尾　注

1. Weisenthal, J., “The Ultimate Economic Bellwether Reports Earnings Wednesday—Here’s What to Expect,” *Business Insider*, June 21, 2011. http://www.businessinsider.com/fedex-earnings-preview-2011-6.

2. Chu, D., “Lunch Money,” *Bloomberg News*, October 18, 2012. http://www.bloomberg.com/video/google-q3-eps-of-9-03-misses-10-65-estimate-UH~c6ajuQkWRU8M9V5egdw.html.

3. *Ibid.*

4. Sachdev, A., “Glitch on Google’s Earnings Report Under Investigation,” *Chicago Tribune*, October 19, 2012. http://articles.chicagotribune.com/2012-10-19/business/ct-biz-1019-misstep-google--20121019_1_google-stock-google-ceo-larry-page-google-earnings-report.

5. CBS News, “Behind Google’s Surprise Earnings Report,” October 19, 2012.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

http://www.cbsnews.com/8301-505223_162-57535787/behind-googles-surprise-earnings-report/.

6. Wismer, D., "'Larry, Puh-Leeze Insert Quote Here' (Google's Earnings Snafu and Other Quotes Of The Week)," Forbes.com, October 21, 2012. http://www.forbes.com/sites/davidwismer/2012/10/21/larry-puh-leeze-insert-quote-here-googles-earnings-snafu-and-other-quotes-of-the-week/.

7. CBS News, "Behind Google's Surprise Earnings Report," October 19, 2012. http://www.cbsnews.com/8301-505223_162-57535787/behind-googles-surprise-earnings-report/.

8. Reuters, "Google's Facebook Problem: Monetizing Mobile," *The Fiscal Times*, October 19, 2012. http://www.thefiscaltimes.com/Articles/2012/10/19/Googles-Facebook-Problem-Monetizing-Mobile.aspx#page1.

9. Wohlsen, M., "Google's Woes Show Mobile Isn't Just a Facebook Problem," Wired.com, October 19, 2012. http://www.wired.com/business/2012/10/google-mobile-woes/.

10. Martin, S., "Google's Earnings Clipped by Mobile," USAToday.com, October 18, 2012. http://www.usatoday.com/story/tech/2012/10/18/google-earnings/1641721/.

11. Sepe, V., "eMarketer: Twitter Tops Facebook in US Mobile Advertising Revenue," in Fredricksen, C., "Posts Tagged 'Google,'" eMarketer.com, September 5, 2012. http://www.emarketer.com/newsroom/index.php/tag/google/.

12. *Bloomberg News*, "Google Struggles to Boost Profit as Advertising Goes Mobile," Newsday. October 22, 2012. http://newyork.newsday.com/business/technology/google-struggles-to-boost-profit-as-advertising-goes-mobile-1.4139560.

13. Fontevecchiha, A., "Google's Third Quarter Earnings Released Early Big Miss on Profit," Forbes.com. October 18, 2012. http://www.forbes.com/sites/afontevecchia/2012/10/18/googles-third-quarter-earnings-released-early-big-miss-on-profit/.

14. Reuters, "Google's Facebook Problem: Monetizing Mobile," *The Fiscal Times*, October 19, 2012. http://www.thefiscaltimes.com/Articles/2012/10/19/Googles-Facebook-Problem-Monetizing-Mobile.aspx#page1 and http://www.thefiscaltimes.com/Articles/2012/10/19/Googles-Facebook-Problem-Monetizing-Mobile.aspx#page1.

15. White, M.C., "As fans wait for iPhone 5, Apple misses earnings target," July 24, 2012. NBC. http://marketday.nbcnews.com/_news/2012/07/24/12932507-as-

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

fans-wait-for-iphone-5-apple-misses-earnings-target?lite.

16. Satariano, A., "Apple Stock Drops on Missed Estimates after IPhone Lull," July 25, 2012. *Bloomberg News*. http://www.bloomberg.com/news/2012-07-25/apple-declines-after-results-miss-estimates-on-iphone-sales-lull.html.

17. Tam, D., "As Zynga Falters, So Does Facebook," *CNET*. October 23, 2012.

18. Wilhem, A., "Zynga misses: Q2 revenues of $332 million and non-GAAP earnings per share of $0.01 fall short of expectations." *The Next Web*. July 25, 2012. http://thenextweb.com/insider/2012/07/25/zynga-reports-q2-revenues-of-332-million-earnings-per-share-of-0-01/.

19. *Ibid.*

20. Morris, C., "Zynga is One of Facebook's Most Important Friends," *CNBC*. May 16, 2012. http://marketday.nbcnews.com/_news/2012/05/16/11719029-zynga-is-one-of-facebooks-most-important-friends?lite.

21. Farrell, M., Facebook Earnings: Good, But Not Good Enough," *CNNMoney*. July 27, 2012. http://money.cnn.com/2012/07/26/technology/facebook-earnings/index.htm.

22. Wilhelm, A., "Facebook's Second Quarter Financials: Revenue of $1.18 billion, Earnings Per Share of $0.12," *The Next Web*. July 26, 2012. http://thenextweb.com/facebook/2012/07/26/facebooks-second-quarter-financials-revenue-of-1-18-billion-earnings-per-share-of-0-12/.

23. Robles, P., "Facebook's Q2 Earnings Report: the Good, the Bad and the Ugly," eConsultancy. July 27, 2012. http://econsultancy.com/us/blog/10432-facebook-s-q2-earnings-report-the-good-the-bad-and-the-ugly.

24. Rodriguez, S., "Facebook Stock Opens at New Low a Day After First Earnings Report," *The LA Times*. July 27, 2012. http://articles.latimes.com/2012/jul/27/business/la-fi-tn-facebook-stock-low-20120727.

25. *Ibid.*

26. Rushe, D., "Facebook shares fall after social network posts modest results." *The Guardian*. July 26, 2012. http://www.guardian.co.uk/technology/2012/jul/26/facebook-shares-modest-results.

27. Thomas, O., "Zynga reports Third-Quarter Earnings." *Business Insider*. October 24, 2012. http://www.businessinsider.com/zynga-earnings-2012-10.

28. Jeffries, A., "Facebook beats revenue expectations again, slightly." *The Verge*.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

October 23, 2012. http://www.theverge.com/2012/10/23/3540086/facebook-earnings-q3-2012.

29. Jeffries, A., "Facebook stock soars on positive numbers and aggressive spin from execs." *The Verge*. October 23, 2012. http://www.theverge.com/2012/10/23/3545104/facebook-stock-soars-earnings-call-q3-2012.

30. Egan M., "Facebook Rips 20% Higher on Mobile Progress." *Fox Business*. October 24, 2012. http://www.foxbusiness.com/technology/2012/10/24/facebook-rips-20-higher-on-mobile-progress/.

31. Womack, B., "Facebook Shares Soar After Beating Estimates on Mobile." *Bloomberg*. October 24, 2012. http://www.bloomberg.com/news/2012-10-24/facebook-shares-soar-after-beating-estimates-on-mobile-gains.html.

32. *Ibid*.

33. Carlson, N., "From $0 to $1 Billion in Two Quarters—Facebook's Mobile Ad Business Is Suddenly Huge." *Business Insider*. October 23, 2012. http://www.businessinsider.com/starting-from-0-facebook-has-created-a-1-billion-mobile-ad-business-in-just-two-quarters-2012-10.

34. *Ibid*.

35. Isaac, M., "Facebook Stock Jumps, But Here Comes a Mountain of Lock-Up Shares." *All Things D*. October 24, 2012. http://allthingsd.com/20121024/facebook-stock-soars-but-here-come-millions-of-lock-up-shares/.

36. Dillet, R., "Facebook Stock Price Up 10.3 Percent on the Day as Biggest Lockup Expires, Irrational Changes Are Over." *TechCrunch*. November 14, 2012. http://techcrunch.com/2012/11/14/facebook-biggest-lockup-expiration/.

37. Jeffries, A., "Facebook stock soars on positive numbers and aggressive spin from execs," *The Verge*. October 23, 2012, *Op. Cit*. http://www.theverge.com/2012/10/23/3545104/facebook-stock-soars-earnings-call-q3-2012.

38. Barusch, R., "At Facebook, Governance = Zuckerberg," *Wall Street Journal*. February 1, 2012. http://blogs.wsj.com/deals/2012/02/01/at-facebook-governance-zuckerberg/.

39. Guynn, J., "Facebook CEO Mark Zuckerberg Won't Sell Shares for One Year," *Los Angeles Times*, September 4, 2012. http://articles.latimes.com/2012/sep/04/business/la-fi-facebook-shares-20120905.

40. "He's in over his hoodie: Experts call for inexperienced Zuckerberg to step down as Facebook's CEO as stock price continues to plummet." *The Daily Mail*. Au-

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

gust 20, 2012. http://www.dailymail.co.uk/news/article-2190682/Hes-hoodie-Experts-inexperienced-Zuckerberg-step-Facebooks-CEO-stock-price-continues-plummet.html.

41. Robertson, A., "Facebook Stock Hits New Low of Less than $20," *The Verge*. August 2, 2012. http://www.theverge.com/2012/8/2/3215553/facebook-stock-price-20-dollars.

42. Dalal, M., and B. Dorfman, "Green Mountain Plunges in Christmas for Shorts." *Reuters*. May 3, 2012. http://www.reuters.com/article/2012/05/03/us-green-mountaincoffee-idUSBRE84217L20120503.

43. O'Toole, J., "Green Mountain Shares Sink 40% on Weak Outlook," *CNN Money*. May 2, 2012. http://money.cnn.com/2012/05/02/markets/green-mountain/index.htm?iid=EL.

44. La Monica, P.R., "The Biggest Short: Green Mountain Bears Rejoice," *CNN Money*. May 3, 2012. http://money.cnn.com/2012/05/03/markets/thebuzz/index.htm.

45. Dalal, M. and B. Dorfman, "Green Mountain Plunges in Christmas for Shorts," *Reuters*. May 3, 2012. http://www.reuters.com/article/2012/05/03/us-green-mountaincoffee-idUSBRE84217L20120503.

46. Drake, M. S., L.L. Rees, and E.P. Swanson, "Should Investors Follow the Prophets or the Bears? Evidence on the Use of Public Information by Analysts and Short Sellers," *The Accounting Review*, Vol. 86, No. 1, 2011.

47. Arold, M., "Green Mountain Coffee: Useless Analysts." MichaelArold.com. May 3, 2012. http://www.michaelarold.com/2012/05/green-mountain-coffee-useless-analysts.html.

48. Williams, M.H. "*L.A. Noire* Raises Take-Two Shares to New Heights." IndustryGamers May 18, 2011. http://www.industrygamers.com/news/la-noire-raises-take-two-shares-to-new-heights/.

49. *Ibid.*

50. Brightman, J., "*L.A. Noire* Has 'Potential' for 4 Million Sales." Industry Gamers. May 17, 2011. http://www.industrygamers.com/news/la-noire-has-potential-for-4-million-sales/.

51. *Ibid.*

52. Narcisse, E., "No. 1 with a Bullet: 'L.A. Noire' Lifts Parent Company's Stock Price." Time Techland. May 18, 2011. http://techland.time.com/2011/05/18/no-1-with-a-bullet-l-a-noire-lifts-parent-companys-stock-price/.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

53. *Ibid.*

54. "*L.A. Noire* receives its first review." May 13, 2011. LA-Noire.Net Forum. http://www.la-noire.net/forums/thread-930.html.

55. "Guardian UK Newspaper Broke Embargo! Review here!" Xbox Forums. May 15, 2011. http://forums.xbox.com/xbox_forums/xbox_360_games/l_o/lanoire/f/371/t/2020.aspx.

56. "TTWO Shares Spike 7.75%—What Game Releases to Look Out for Next," *Analyst Weekly*. May 18, 2011. http://analystweekly.wordpress.com/2011/05/18/ttwo-shares-spike-7-75-what-game-releases-to-look-out-for-next/.

57. Narcisse, E., "Did Review Scores for 'Homefront' Firebomb THQ's Stock Price?" *Time Techland*. March 16, 2011. http://techland.time.com/2011/03/16/did-review-scores-for-homefront-firebomb-thqs-stock-price/.

58. Brightman, J., "*Homefront* Needs to Sell 2 Million to Break Even; Industry Shooting Itself in Foot," IndustryGamers. March 10, 2011. http://www.industrygamers.com/news/homefront-needs-to-sell-2-million-to-break-even-industry-shooting-itself-in-foot/.

59. Narcisse, E., "Did Review Scores for 'Homefront' Firebomb THQ's Stock Price?" Time.com. http://techland.time.com/2011/03/16/did-review-scores-for-homefront-firebomb-thqs-stock-price/.

60. Wingfield, N., "High Scores Matter To Game Makers, Too," *Wall Street Journal*. September 20, 2007. http://online.wsj.com/public/article/SB119024844874433247-EnpxM1F6fI9YZDofC7VnyPzVrGQ_20070920.html?mod=todays_free_feature.

61. *Ibid.*

62. "The Secret World—Update." Funcom.com. August 10, 2012. http://www.funcom.com/investors/the_secret_world_updatehttp://www.funcom.com/investors/the_secret_world_update.

63. McCall, D., "*The Secret World* Early Access Starts Today." *The Inquisitr*. June 29, 2012. http://www.inquisitr.com/266668/the-secret-world-early-access-starts-today/.

64. "Bank of America Makes Investment in Countrywide Financial Corp," Bank of America press release, August 22, 2007. http://newsroom.bankofamerica.com/press-release/corporate-and-financial-news/bank-america-makes-investment-countrywide-financial.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

65. "Bank of America Agrees to Purchase Countrywide Financial Corp," Bank of America press release, January 11, 2008. http://newsroom.bankofamerica.com/press-release/corporate-and-financial-news/bank-america-agrees-purchase-countrywide-financial-corp.

66. *Ibid.*

67. More details on the proposed transaction are available at the SEC website using the Edgar information retrieval system. http://www.sec.gov/Archives/edgar/data/25191/000090342308000052/bofa-425_0111.htm.

68. Peltz, J.F., "Quaker-Snapple: $1.4 Billion Is Down the Drain," *L.A. Times*. March 28, 1997. http://articles.latimes.com/1997-03-28/business/fi-42931_1_quaker-bought-snapple.

69. Collins, G., "COMPANY REPORTS; Quaker Oats to Acquire Snapple," *New York Times*. November 3, 1994. http://www.nytimes.com/1994/11/03/business/company-reports-quaker-oats-to-acquire-snapple.html.

70. *Ibid.*

71. Peltz, J.F., "Quaker-Snapple: $1.4 Billion Is Down the Drain," *LA Times*. March 28, 1997. http://articles.latimes.com/1997-03-28/business/fi-42931_1_quaker-bought-snapple.

72. Feder, B.J., "Quaker to Sell Snapple for $300 Million." *New York Times*. March 28. 1997. http://www.nytimes.com/1997/03/28/business/quaker-to-sell-snapple-for-300-million.html.

73. "Why Do So Many Mergers Fail?" Knowledge@Wharton. March 30, 2005. http://knowledge.wharton.upenn.edu/article.cfm?articleid=1137.

74. *Ibid.*

75. Cox, R., L. Silva, and D. Cass, "Private Equity's Bad Omen," *Wall Street Journal*, January 30, 2007. http://online.wsj.com/article/SB117011508155791736.html.

76. De La, Merced, M.J., "T-Mobile and AT&T: What's $2 Billion Among Friends?" *New York Times*, December 20, 2011. http://dealbook.nytimes.com/2011/12/20/att-and-t-mobile-whats-2-billion-among-friends/.

77. Tobak, S., "Blackberry—How RIM destroyed a great brand," *MoneyWatch*. December 19, 2011. http://www.cbsnews.com/8301-505125_162-57344715/blackberry-how-rim-destroyed-a-great-brand/.

78. *Ibid.*

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

79. Ribeiro, J., "RIM co-CEO's resign, new CEO to stay the course," *Infoworld*. January 22, 2012. http://www.infoworld.com/d/the-industry-standard/rim-co-ceos-resign-new-ceo-stay-the-course-184725.

80. "RIM CEO calls a halt to BBC Click interview," *BBC News*. April 13, 2011. http://news.bbc.co.uk/2/hi/programmes/click_online/9456798.stm.

81. Pimentel, B., "Apple H-P Up, but RIM Weighs on Techs," *Marketwatch*. January 23, 2012. http://www.marketwatch.com/story/rim-tanks-but-apple-h-p-keep-techs-afloat-2012-01-23.

82. *Ibid*.

83. Bustillo, M., "Best Buy CEO Quits in Probe," *Wall Street Journal*. April 10, 2012. http://online.wsj.com/article/SB100014240527023038154045773355517948080 74.html.

84. *Ibid*.

85. *Ibid*.

86. D'Innocenzio, A., and M. Chapman, Michel, "Brian Dunn, Best Buy CEO Resigns Amid Internal Probe," *The Associated Press* via *The Huffington Post*. April 10, 2012. http://www.huffingtonpost.com/2012/04/10/best-buy-ceo-quit-overpe_n_1416195.html.

87. Cheng, A., "Best Buy's Dunn Quits Amid Conduct Probe," *Marketwatch* April 10, 2012. http://articles.marketwatch.com/2012-04-10/industries/31316789_1_ceo-change-restructuring-investors.

88. D'Innocenzio, A., et. al., *Op. Cit*.

89. Reuters, "WellPoint shares rise on CEO resignation," MSNBC. August 29, 2012. http://www.msnbc.msn.com/id/48826114/ns/business-us_business/t/wellpoint-shares-rise-ceo-resignation/#.UMaVAbvy6oc.

90. "Wednesday's Biggest Gaining & Declining Stocks," *Marketwatch*. August 29, 2012. http://secure.marketwatch.com/story/wednesdays-biggest-gainers-decliners-2012-08-29.

91. Terhune, C., "WellPoint CEO Angela Braly Quits, Bowing to Investor Pressure," *Los Angeles Times*. August 29, 2012. http://articles.latimes.com/2012/aug/29/business/la-fi-wellpoint-ceo-out-20120829.

92. Matthews, A.W., "WellPoint's Braly Quits Amid Pressure," *Wall Street Journal Online*, August 28, 2012. http://online.wsj.com/article/SB10000872396390444432

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

7204577617943525945430.html.

93. Terhune, C., "WellPoint CEO Angela Braly Quits, Bowing to Investor Pressure." *Los Angeles Times*. August 29, 2012. http://articles.latimes.com/2012/aug/29/business/la-fi-wellpoint-ceo-out-20120829 Op. Cit.

94. Edney, A., "Vivus Obesity Pill Wins FDA Panel Nod; NeuroSearch Surges," *Bloomberg*. February 23, 2012. http://www.bloomberg.com/news/2012-02-22/vivus-weight-loss-pill-qnexa-wins-backing-of-fda-advisory-panel.html.

95. *Ibid.*

96. Goldman, D., "XM-Sirius Merger Approved by DOJ," *CNNMoney*, March 24, 2008. http://money.cnn.com/2008/03/24/news/companies/xm_sirius/index.htm.

97. *Reuters News* notes that Rambus has incurred: "more than $300 million in legal bills since...1990... as it sued the biggest names in the business for infringing some of its more than 1,000 patents."

98. Levine, D. and N. Randewich, "Rambus Loses Antitrust Lawsuit, Shares Plunge," *Reuters News*, November 16, 2011. http://www.reuters.com/article/2011/11/17/us-rambus-micron-verdict-idUSTRE7AF1XL20111117.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

SHOCK MARKETS

|第5章|

黑天鹅时刻三：买传闻，卖事实

"买传闻，卖事实。"

——交易箴言

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2013年1月7日星期一上午11点45分左右，据《澳大利亚金融评论报》网站报道，澳新银行出于环境因素取消对怀特黑文煤炭公司12亿美元的借款。该新闻引发怀特黑文煤炭公司股票的急剧抛售。由于其他新闻媒体也频繁报道这一事件，事态更加恶化。股票于下午12点41分暂停交易，而在此之前怀特黑文煤炭公司的市值下跌了几乎3亿澳元，跌幅约9%。该“新闻”很快被证实是一场由反燃煤开采分子所设的骗局。下午1点30分，股票重新开盘，怀特黑文煤炭股票很快恢复正常。[1] 11点45分到12点41分期间，没有一笔交易被交易所取消。此外，正如《澳大利亚人报》所报道的那样，这种骗局并不是罕见：

> “这个骗局已经是过去6年来第三宗袭击股票市场上市公司的事件……”[2]

本章探讨传闻的影响以及著名交易者和投资者对市场价格的头寸公告。两者都是市场冲击的强有力来源。正如前面例子所示，了解何时对传闻做出反应，何时去忽略它，这很困难但又至关重要。

传闻

在做决策时，传闻和事实哪个更重要？在文明社会中，答案差不多总是事实。而在金融市场，答案却常是传闻。区别在于把有用信息与市场价格很快联系在一起的竞争。金融市场存在的固有风险意味着交易者必须迅速和果断地避免或者最小化突然出现的亏损。同样地，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

突然收益的机会也可能会稍纵即逝，所以当它们出现时，交易者必须迅速采取行动抓住它们。在两种情况下，交易者通常会根据非常有限的信息来决定进入或退出证券头寸。获得完整的事实可能要花很多时间，因此传闻的威力就体现出来了。

人们通常认为，在判断传闻的影响方面，传闻的来源应该是个重要的因素，但是传闻的来源往往是未知的。实际上，传闻在对市场价格产生影响方面甚至是不可靠的。价格开始运行后，该走势就会把信息传递给其他市场参与者，而这就会增加传闻的力量和可信度。

有关传闻的信息也许是完全有根据的，也许明显是假的，又或者在两者之间。传闻也许是无意传播出来的，也可能是故意传播出来的。虽然我们都知道，在许多国家，传播虚假市场传闻是犯罪，但这样做的动机有很多，而且逮捕和定罪散播传闻者也很困难。

联合航空公司股价意外暴跌

UAL，联合航空母公司，股票在 2008 年 9 月 8 日大幅下跌了 76%，主要是由于一条 6 年前的旧闻，即 2002 年联合航空破产的旧消息被重新刊登。这使市场发生巨变，导致许多人对联合航空公司宣布破产而感到意外。[3]

一切开始于南佛罗里达州《太阳哨兵报》网站把该新闻转载至它自己所谓的“流行故事：商业”上。虽然有些人怀疑是故意操纵，但《华尔街日报》指出这篇报道的突然流行也许是无心之过——许多人搜索有关因暴风雨而导致旅游延迟的消息。[4]这些搜索结果，或许许多与联合航空和佛罗里达相关，可能牵连出了前面提到的那篇老文章。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

因为《太阳哨兵报》并没有较大的出版规模，也不是流行的全国性报纸，它需要更少观点的文章来达到“流行”的部分。正如《华尔街日报》所报道的那样，《太阳哨兵报》的发言人声称“并没有任何欺诈的迹象”。

一个重要的事实就是该故事虽然最初公布在 2002 年 12 月，但没有注明日期。这意味着，根据《连线》(*Wired*) 杂志报道，当谷歌新闻算法“识别”该故事时，“……给它配备了一个当前的日期，这导致了该篇报道被放到了谷歌新闻的热门搜索结果中”。[5]

当它被放置在谷歌新闻服务中之后，更多的人看到了这篇新闻。虽然这篇新闻没有被登上谷歌新闻的首页头条，但是它很快被证券投资顾问公司（Income Securities Advisors, ISA）察觉，并作为“第三方”贡献——彭博专业服务（Bloomberg Professional)。[6] 上午 10 点 53 分，ISA 一位记者把该新闻发给了彭博新闻社。

这引发了一场混乱。因为彭博专业服务是被广泛使用的金融消息来源，大量的市场参与者受到该虚假新闻的影响，导致联合航空股票大幅下跌了 76%。彭博新闻社后来修正了该报道。当天股票收盘价大幅下跌了 11%，但是随后又收复崩溃时的大量市值。

虽然联合航空的发言人声称传闻“完全虚假，”但交易所没有采取纠正措施[7]：

> “纳斯达克在声明中称 10 点 55 分——该传闻发布之后的两分钟——到 11 点 08 分之间的全部交易都成立，也不做进一步评论。”[8]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这一细节强调了一个事实，你不要指望交易所因市场误差而拯救你，如第 8 章中因“崩盘、交易故障和乌龙指交易”等所造成的损失，迄今为止，交易所和监管机构总会以相对来说比较反复无常而不可预知的方式来取消交易。

类似这种明显虚假的传闻，比较有利的一方面是，虽然股票价格也许会急速下跌，但恢复的速度也同样迅速。投资于联合航空股票的普通交易者可能没有能力权衡彭博新闻社新闻的真假。然而，在某种意义上，投资者也不需要权衡。虽然当天联合航空公司的股票下跌了 11%，但了解到是虚假消息后，股票价值恢复了大部分。除了止损出局之外（这存在真实的可能性），普通投资者无须承担这种下跌的冲击。

诺基亚拨错电话号码

有关新产品的传闻会影响公司股票价格，科技公司更是如此。举个例子，2012 年 9 月 5 日星期三，诺基亚发布了两种新的智能手机，Lumia 920 和 Lumia 820。搭载了即将发行的 Windows Phone 8 操作系统的这两款手机，对公司来说至关重要。诺基亚的市场份额一直在下降，尤其是高端产品——它们的利润空间最大。虽然诺基亚仍然是强有力的低端市场竞争者，尤其是在发展中国家，但它已经与过去不一样了，不再是手机巨头。面对日渐下滑的市场份额以及来自苹果公司 iPhone 手机和三星 Galaxy S 系列智能手机的激烈竞争，诺基亚需要突破。

一系列小道消息和传闻有助于产品公告的宣传。8 月 22 日，彭博新闻社报道，美国最大的移动手机运营商威瑞森年底前将接受诺基亚

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Windows Phone 操作系统。[9] 8 月 31 日，phonearena.com 声称该手机可能装有具备 2100 万像素 PureView 成像技术的摄像头。[10] 在这一事件中，连诺基亚的高管也参与进来了。8 月 16 日，诺基亚的销售和营销副总裁克里斯·韦伯写道：

> "三星该注意了，下一代 Lumia 很快就出现了。# 诺基亚"[11]

拉德·萨沃夫在 The Verge 网站上写道：[12]

> "……它传达了一种信心，这种信心可以说是来自于幕后，或者是被诺基亚发布真正的市场领先设备的不顾一切所膨胀化。"

围绕着该设备的一阵猜测和炒作的风潮引发诺基亚股票价格的变动，股价从 7 月 17 日到 8 月 27 日上涨了 92%。[13]

预感和期望明显都很高。但是，9 月 5 日，诺基亚的首席执行官史蒂芬·埃洛普发布了该手机之后，诺基亚的股票开始下跌。当天收盘时股价下跌 16% 以上。[14] 某种程度上，这是一件矛盾的事情。

诺基亚的新手机，尤其是比较高端的 Lumia 920，有许多尖端特性受到科技媒体的好评。然而，即使是先进的摄像头、无线充电和戴着手套都能用的触摸屏，也拯救不了诺基亚的股票。所以到底是哪里出了错？

是细节。诺基亚发布了很多系列的手机，但是却没有发布日期、定价或者具体的运营商合作伙伴等这些方面的信息。这种不确定性把

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

恐惧带入了市场。虽然诺基亚承诺会在第四季度发布该手机，但是拉德·萨沃夫在 Verge 网站上坦白地说道：

> “追求该手机一系列新特性的（激动的）狂热者由于诺基亚没有提供公司发布的细节而失望。”[15]

The Verge 网站后来报道，这次延迟发布可能是由于微软公司完成了 Windows Phone 8 的操作系统。[16] 另外还有一个与诺基亚大肆宣传的相机技术相关的小丑闻，即其中一些宣传图片和视频后来被发现是伪造的。[17] 无论何种原因，都是诺基亚股票承担了这些后果。

不过，这还不算完。鉴于令人高度期待、且自身被大肆炒作的苹果 iPhone 5 即将公布并发售，那么就存在这样一种可能性——除非诺基亚宣布在移动科技方面有新的范式改变，否则无论诺基亚向市场宣布什么内容，股票价格都会下跌。足够讽刺的是，尽管诺基亚 9 月 5 日的事件是为了抢先于苹果手机，后者的发布日期是 9 月 12 日，但是苹果的对手——三星却早于诺基亚，在 8 月 29 日发布了其 Windows Phone 8 系统手机，Ativ S 手机。因此，诺基亚不仅失去了对三星的发布先机，还失去了对苹果的发售先机——苹果 9 月 21 日开始发售 iPhone 5。

然而，有些人认为不管诺基亚发布什么手机，其股票都会下跌，因为交易箴言提议交易者应该“买传闻，卖消息。”

在提到诺基亚股票下跌时，道格拉斯·艾尔曼在 Motley Fool 网站上写道：

> “股票市场有一种常见的现象，那就是重要公告发布前

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

往往会引发股票高涨，当公告最终发布时，股票又会下跌很多……”[19]

如前所述，在许多情况下，股票都有可能下跌，在经典案例“买传闻，卖消息”中，诺基亚股票在手机发布前几周几乎翻了一番。当炒作、消息泄露和投机猖獗时，市场已经消化了这个发布所带来的影响（部分是因为诺基亚自己的宣传）。对诺基亚来说，要符合市场的预期很难，因此失望在所难免。所以即使诺基亚没有公布发布日期，股票也已经准备要下跌了。

现代汽车

有时候，好消息会被潜在坏消息的传闻所覆盖。这种事情在 2012 年 11 月 1 日发生在了现代汽车公司身上，当时一直有传闻盛行说，现代集团将要强制召回在美国出售的车辆。不管每月销量的报告记录如何，其在韩国交易所上市的股票几乎下跌了 4%。虽然现代汽车官方否认了这个毫无根据的传闻，但还是无法阻止股票的下跌。[20]

苏格兰哈里法克斯银行

另一个传闻严重影响股票价格的例子是苏格兰哈里法克斯银行。在全球金融危机期间，有关苏格兰哈里法克斯银行资信问题的传闻开始流传。2008 年 3 月 19 日股票一度下跌了几乎 18%。[21] 传闻具有如此之大的破坏性，以至于英格兰银行发表声明安抚市场，说它不会提供援助。[22] 苏格兰哈里法克斯银行股票价格的下跌如图 5-1 所示。传

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

闻被否定之后，股票又有所回升，但是并没有回升到当天传闻出现之前的价格。

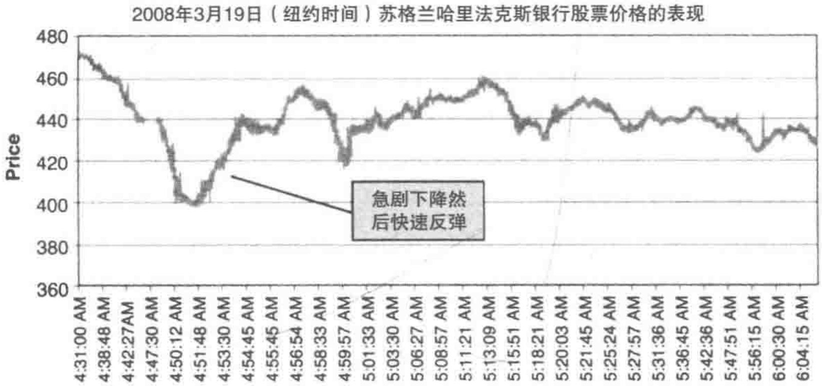


图 5-1 该图显示了 2008 年 3 月 19 日苏格兰哈里法克斯银行资信问题传闻出现后，其股票价格剧烈突破的表现，水平轴显示的是纽约时间。

英国金融服务管理局（FSA）的常务董事萨利·迪尤尔在回应有关英国银行和卖空者滥用市场可能性方面的传闻时说道：

> “我们绝不容忍市场参与者利用当前的市场状况，通过散播虚假传闻并在背后操纵来引发市场滥用行为。”[23]

不管这份声明的语言多么苛刻，英国金融服务管理局的事后调查也还是找不到企图操纵苏格兰哈里法克斯银行股票价格的证据。[24] 检查推断，虽然这些负面的传闻影响了苏格兰哈里法克斯银行股票的价格：

> “但英国金融服务管理局没有找到证据来证明个别人试

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图通过传闻操纵股价来获利。”[25]

英国金融服务管理局认为，一些其他的影响因素，比如电子交易策略和缺乏流动性也加剧了危机。在调查结束前，《福布斯》发布的一篇文章中写道：

> “英国金融服务管理局承认，它没有抓到进行这种特定类型市场滥用行为的人……”[26]

实际上，不管有没有市场滥用行为发生，或者英国金融服务管理局是否根本没有资源来抓住它，这都引起了质疑。

史蒂夫·乔布斯的健康

虽然出现负面消息通常会被怀疑有恶意，但也不一定是这样。负面消息在许多情况下可能只是反映了现实。但也存在一些有记录的案例显示，在没有任何明显金融动机下散播的消息只是一场恶作剧。举个例子，2008 年 10 月 3 日，市场传闻苹果首席执行官史蒂夫·乔布斯患心脏病，导致苹果公司股票价格下跌 5%，市值蒸发 48 亿美元（虽然只是暂时的）。该消息在美国电视新闻网电子报道网站上传开。美国证券交易委员会调查了传播该消息的 18 岁男子，结果证明该消息是恶作剧。[27]

不管该消息是不怀好意的故意传播，还是由机器交易、流动性问题或者其他问题引发的不幸的巧合，结果都一样：消息可能会影响股票价格。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Audience 公司

还有一些比较严重的案例也是传闻引发了股票价格的大幅变动。2013 年 1 月 29 日星期二,一个推特账户假装浑水公司（Muddy Waters，一家著名的做空公司），宣布 Audience 公司正在接受美国司法部的欺诈调查，之后 Audience 公司的股票下跌了 25%。这一错误很快被注意，纳斯达克 OMX 集团停止了该交易。然而还是造成了损害。2 点 19 分到 2 点 21 分的两分钟内，大约交易了 300 000 手股票，其市值蒸发 1/4。[28]

该传闻很快被真正的浑水公司推特账户否定，交易停止了 5 分钟。但足够讽刺的是，这场骗局停止之后，Audience 公司的股票在当天结束之前上涨了 4.5%。[29]

一些市场参与者认为，计算机系统的网上信息搜索可能也会引发股票下跌，比如由于虚假交易不正确的信息。这引发了一些问题，即超高速的交易系统是否总是优先的——尤其它们是否被传闻所迷惑。

第二天，即 2013 年 1 月 30 日也发生了类似的事情，据猜测一位著名做空者的负面推文导致医药公司 Sarpeta Therapeutics 股票价格下跌了几乎 10%。[30] 与 Audience 公司的案例类似，受怀疑的做空者不再继续发送推文之后，股价下跌就结束了。[31]

头寸公告

著名投资者或者交易者发布的头寸公告会影响其他市场参与者吗？不管它们是否应该重要，它们通常是重要的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

"奥马哈先知"

著名的价值投资者沃伦·巴菲特曾大量投资于中国公司比亚迪（BYD），其股票在不到一年里上涨了5倍，巴菲特赚了大钱。[32]鉴于"奥马哈先知"的认同，比亚迪的市场情绪可能有明显的提高。

盖伊·施皮尔，纽约海蓝宝石基金有限公司负责人，他这样神气十足地说道：

> "当沃伦·巴菲特说太阳照耀在一些人的背后时，那就值得关注了。"[33]

名气当之无愧。在全球金融危机暴风骤雨正急时，巴菲特大量投资于高盛的优先股，《商业周刊》认为"这可能拯救了高盛"。《商业周刊》报道说：

> "在巴菲特拯救高盛的14个小时里，高盛以每股123美元的价格发行的4065万股股票上涨了2倍，远超其预期。"[34]

这笔投资对拯救高盛很有帮助，尽管高盛要为此付出高昂代价。《福布斯》称，高盛的高成本正是其寻求尽早结束融资的原因。

> "巴菲特2008年的投资拯救了高盛，但是高盛迫不及待终结了，因为这要花费它每天1 369 863美元的分红。"[35]

巴菲特的认可如此有价值，以至于高盛愿意——有人说是被迫——接受代价如此高昂的交易。不过，并不是所有的著名投资者都

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

能带活这样的公司——有人还帮忙打压了股价。

大卫·艾因霍恩

2011 年 10 月 17 日，对冲基金经理大卫·艾因霍恩在一份长达 100 页幻灯片的报告中，突然批评绿山咖啡，这只股票曾是 2011 年表现最好之一。[36]

作为对这种尖刻批评的回应，该公司股票当日下跌 10%。不过，艾因霍恩先生并不是作为公正的市场观察者而批评绿山咖啡。据《华尔街日报》报道，他自己的绿光资本持有绿山咖啡的空头头寸。他报告中的第二张幻灯片提到："绿光资本对本报告中讨论的证券价格走势有经济利益。"[37] 很明显，市场早就知道这一事实。

然而，利己之心并未冲淡他传达的信息，而且事实上可能更有说服性。的确如此，他对这家公司的瑕疵如此确定，以至于他愿意用自己和投资者的资本冒险。

卡尔·伊坎

一位重要的投资者在某一股票上持有投资这一认知可能也会引发市场冲击。这可能是因为，这些个人对某只股票具有极强的研究，或者更可能的是因为他们过去在类似的市况下展示过极佳的投资业绩，从而提高了他们的可信度。

市场泄露出卡尔·伊坎，那位著名的激进投资者，已经获得奈飞公司 10% 的股份，股价一日上涨了 13%。[38] 伊坎先生在一次证券归类中，将奈飞归为"低估"类。《福布斯》报道说：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“这一举措透露了一个信号，即一位通常要求其买入股票的公司有所变化的激进投资者，看到了奈飞的价值。”[39]

由于伊坎先生的名声及其可追溯的业绩记录，市场投了赞同票。

浑水公司

有时候来自看起来非著名交易者的报告也可能对市场产生巨大的影响。2011 年 6 月 2 日，浑水公司——那时还是一家不知名的研究公司，发表了一篇措辞严厉的报告，指控中国的嘉汉林业公司正制造一个数十亿美元的庞氏骗局。[40] 6 月 2 日该公司股票下跌了 21%，6 月 3 日下跌 64%。到了 6 月 21 日，该公司股票共下跌 91%[41]（见图 5-2）。

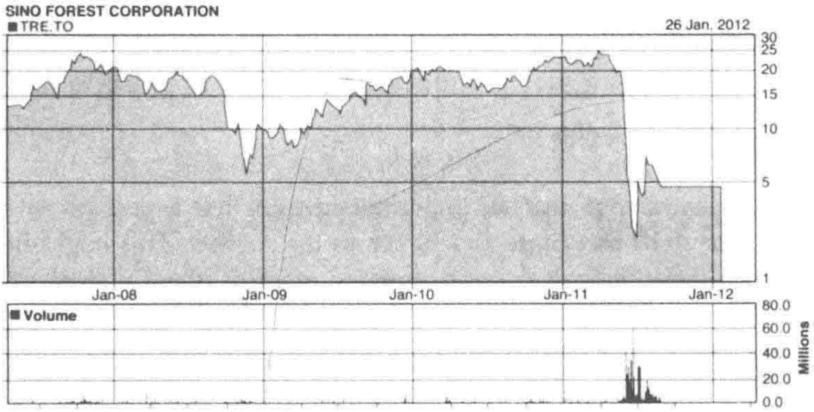


图 5-2　该图展示了浑水公司指控其欺诈后的股价走势

就像艾因霍恩在报告中披露自己在绿山咖啡股票有利益一样，浑水公司已经透露了其嘉汉林业的空头持仓。然而，这些指控如此认真，以至于市场并不担忧披露的利益冲突。当金融媒体报道出，著名

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的对冲基金经理约翰·保尔森大量持股嘉汉林业时，整个事件变得更加戏剧性。保尔森大亏一笔于 6 月 17 日抛售。

2012 年 4 月，嘉汉林业提起向浑水公司索赔 40 亿美元的诽谤诉讼，同一天该公司申请破产。[42]

2012 年 11 月底，浑水公司再次进入公众视野。这次，浑水公司负责人卡森·布洛克在伦敦做有关新加坡商品贸易公司奥兰公司的报告。《金融时报》报道说：

> “布洛克先生的报告指责奥兰公司搞财务把戏、资不抵债，意味着公司严重被高估。”[43]

此言一出，纽约场外市场下跌 17%——不过稍后收复部分失地。部分原因是，奥兰公司完全否认了浑水的指控，甚至要向新加坡法院起诉布洛克及浑水公司诽谤。[44]

被做空公司的反击

许多公司强力反击空头袭击，强调它们公司运营良好，是空头试图摧毁公司。在许多情况下，空头只是传达一种其他投资者也持有的信息：那家公司经营不佳，股价应该走低；这家受到影响的公司的管理层和持股者可能不喜欢这一信息，但它是事实。有时被做空的公司会反击。

这方面一个奇特的案例是 Fairfax Financial 公司。该公司称，两家著名的对冲基金正在利用肮脏的伎俩攻击它，这些伎俩包括散布负面

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的市场传闻，并勾结一家投行的投资分析师诱导公司股价下跌。[45] 该公司对对冲基金等索偿50亿美元。诉讼受理后，该公司股价大幅上涨，但是新泽西走法院法官最终驳回了针对被告的请求[46]（见图5-3）。

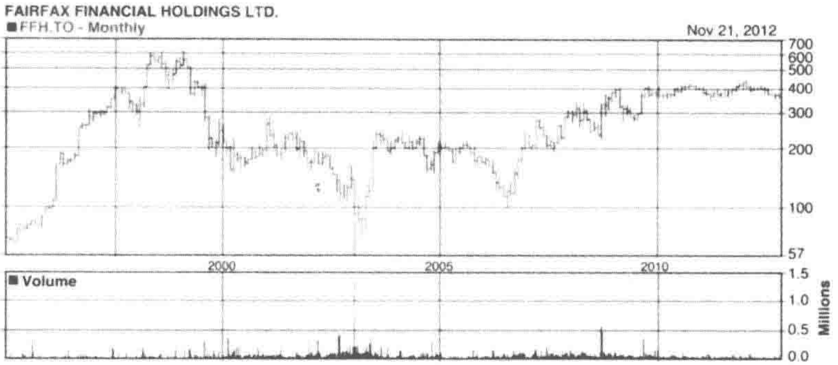


图5-3　该图展示了Fairfax Financial公司向法院提起诉讼，控告对冲基金用肮脏伎俩攻击公司后的股价走势。

交易经验

正如我们在第1章所阐述的那样，交易关乎不确定形势下的决策。你并不清楚所有的事实情况，但你还得做出决策。如果你持有一个头寸，而且一则可信的传闻显示你的头寸方向错误，那么出场。如果传闻最终是假的，你总还有机会杀进去；但是如果传闻是真的，你往往不可能以当前价格出场。出场的代价在于交易的成本外加再杀进去时任何的反向变化。

以交易箴言“买传闻，卖事实”形式体现的交易建议，真切地展示了不完整消息通常比完整事实更重要。可验证的假消息可能比真消

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

息对市场价格的影响更短。

有一类传闻较为特殊，它能够自我实现。这方面的典型案例就是贝尔斯登事件。投资者认为，贝尔斯登不能给自己融资；这一观点增加了借钱的利息，并降低了市场参与者向其借钱的意愿。失去的信心就不会轻易被重拾起来。

著名交易者或者投资者对某一特定公司拥有长期或者短期利益之类的公告，可能对市场价格产生巨大的影响。这类影响可能在推动价格下行方面更明显。此外，正如早前嘉汉林业案例所展示的那样，影响会自我强化。

尾 注

1. Chambers, M., and S. Moran, "Hoaxer Snares Coalmining Investors, Gullible Media," *The Australian*, January 8, 2013. White, A., and A. Main, "Probe into Whitehaven Hoax," *The Australian*, January 8, 2013.

2. Chambers, M., and S. Moran, "Hoaxer Snares Coalmining Investors, Gullible Media," *The Australian*, January 8, 2013.

3. Smith, A., "UAL Ends Lower after Denying Rumors." CNN Money. September 8, 2008. http://money.cnn.com/2008/09/08/news/companies/united_airlines/index.htm.

4. Ovide, S., and J.E., Vascellaro, "UAL Story Blame Is Placed on Computer." *Wall Street Journal*. September 10, 2008. http://online.wsj.com/article/SB122100794359017593.html.

5. Zetter, K., "Six-Year-Old News Story Causes United Airlines Stock to Plummet — UPDATE Google Placed Wrong Date on Story." *Wired*. September 08, 2012. http://www.wired.com/threatlevel/2008/09/six-year-old-st/.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

6. Ahrens, F., "2002's News Yesterday's Sell-Off." *Washington Post*. http://www.washingtonpost.com/wp-dyn/content/article/2008/09/08/AR2008090803063_2.html.

7. Smith, A., "UAL Ends Lower after Denying Rumors." CNN Money. September 8, 2008. http://money.cnn.com/2008/09/08/news/companies/united_airlines/index.htm.

8. Ahrens, F., "2002's News, Yesterday's Sell-Off." *Washington Post*. http://www.washingtonpost.com/wp-dyn/content/article/2008/09/08/AR2008090803063_2.html.

9. Bass, D. and S. Moritz, "Verizon Is Said to Offer Nokia Windows 8 Phone This Year." *Bloomberg News*. August 22, 2012. http://www.bloomberg.com/news/2012-08-21/verizon-is-said-to-offer-nokia-windows-8-phone-this-year.html.

10. Victor, H., "Nokia Lumia 820, 920 Leak Out: PureView Coming to Windows Phone." phoneArena.com. August 31, 2012. http://www.phonearena.com/news/Nokia-Lumia-820-920-leak-out-PureView-coming-to-Windows-Phone_id33931.

11. Price, E., "Nokia: 'Samsung Take Note, Next Generation Lumia Coming Soon.'" Mashable. August 16, 2012. http://mashable.com/2012/08/16/nokia-chris-weber-samsung/.

12. Savov, V., "Nokia sales chief warns Samsung to 'take note' of next generation Lumia." *The Verge*. August 16, 2012. http://www.theverge.com/2012/8/16/3246517/nokias-chris-weber-samsung-trash-talk.

13. Jubak, J.J., "Should you buy on Nokia's drop?" MSNMoney. September 5, 2012. http://money.msn.com/top-stocks/post.aspx?post=0d315488-2fe2-4dd1-859d-4c10867fd0c6.

14. Ray, T., "Nokia Off 16%: Time Will Tell for Lumia, Say RBC, Argus, Oppenheimer" *Barron's* September 5, 2012. http://blogs.barrons.com/techtraderdaily/2012/09/05/nokia-off-16-proof-will-be-in-partnerships-says-rbc/.

15. Savov, V., "Nokia starts over, again: stunning new phones, no release date in sight." *The Verge*, September 5, 2012. http://www.theverge.com/2012/9/5/3294380/nokia-reboot-windows-phone-8-no-release-date/in/2865586.

16. Warren, T., "As Nokia waits, Microsoft fights to keep Windows Phone 8 on schedule." *The Verge*. September 11, 2012. http://www.theverge.com/2012/9/11/3314650/windows-phone-8-schedule-delays-release.

17. Hollister, S., "Nokia's PureView still photos also include fakes (update:

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Nokia confirms).” *The Verge*. September 6, 2012. http://www.theverge.com/2012/9/6/3297878/nokias-pureview-still-photos-also-include-fakes/in/3057769.

18. Bohn, D., “Samsung Ativ S officially announced: Windows Phone 8 with a 4.8-inch 720p display.” *The Verge*. August 29, 2012. http://www.theverge.com/2012/8/29/3277005/samsung-ativ-s-windows-phone-8.

19. Ehrman, D., “Nokia: Buy the Rumor, Sell the News.” *Motley Fool*. September 5, 2012. http://beta.fool.com/dsewrites/2012/09/05/nokia-buy-rumor-sell-news/11320/.

20. Nam, K-H., and J. Lee, “Recall Rumors Send Hyundai Motors' Shares Plunging.” *MK Business News*, November 1, 2012. http://news.mk.co.kr/newsRead.php?rss=Y&sc=30800006&year=2012&no=716279&sID=308.

21. Reed, S., “Brit Market Watchdog Slams Rumors.” *Businessweek*. March 19, 2008. http://www.businessweek.com/stories/2008-03-19/brit-market-watchdog-slams-rumorsbusinessweek-business-news-stock-market-and-financial-advice.

22. Mckeigue, J., “HBOS's Hornby Shuts-Up Rumor Mongers.” *Forbes*. March 26, 2008. http://www.forbes.com/2008/03/25/hornby-hbos-fsa-face-markets-cx_jm_0325autofacescan02.html.

23. Aldrick, P., “FSA to launch probe as rumours hit UK banks.” *Telegraph*. March 19, 2008. http://www.telegraph.co.uk/finance/newsbysector/banksandfinance/2786534/FSA-to-launch-probe-as-rumours-hit-UK-banks.html.

24. Kennedy, S., “FSA finds no evidence of HBOS manipulation.” *WSJ MarketWatch*. August 01, 2008. http://articles.marketwatch.com/2008-08-01/news/30705281_1_insider-trading-fsa-rumors.

25. *Ibid*.

26. Mckeigue, J., “HBOS's Hornby Shuts-Up Rumor Mongers.” *Forbes*. March 26, 2008. http://www.forbes.com/2008/03/25/hornby-hbos-fsa-face-markets-cx_jm_0325autofacescan02.html.

27. Fox News, “Report: Steve Jobs Heart-Attack Hoax a Teen Prank.” *Fox News*, October 28, 2008. www.foxnews.com/story/0,2933,443962,00.html.

28. McCrank, J., and D. Gaffen, “Hoax tweets send Audience shares atwitter,” Reuters News, January 29, 2013. http://mobile.reuters.com/article/idUSBRE90S11T20130129?irpc=932.

29. *Ibid*.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

30. Vlastelica, R., "Second Twitter Hoax in Two Days Smacks Another Stock," Reuters News, January 30, 2013. http://www.reuters.com/article/2013/01/30/sarepta-idUSL1N0AZFCV20130130

31. *Ibid.*

32. *Bloomberg News*, "Buffett Posts $1 Billion Profit on China Hybrid Carmaker BYD." *Bloomberg*. July 31, 2009. http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=newsarchive&sid=a5nT9dttOs7w.

33. *Ibid.*

34. Weber, J., "Warren Buffett, Goldman's White Knight." *Bloomberg Businessweek*. http://www.businessweek.com/stories/2008-09-24/warren-buffett-goldmans-white-knightbusinessweek-business-news-stock-market-and-financial-advice.

35. Touryalai, H., "Warren Buffett Is Finally Out of Goldman Sachs's (sic) Hair." April 18, 2011. Forbes.com. http://www.forbes.com/sites/halahtouryalai/2011/04/18/warren-buffett-is-finally-out-of-goldman-sachss-hair/.

36. Eder, S., and A. Or, "Manager Blasts Green Mountain." *Wall Street Journal*, October 18, 2011. http://online.wsj.com/article/SB10001424052970203658804576637481526849372.html.

37. Platt, E., "Here's David Einhorn's Presentation That Absolutely Destroys Green Mountain Coffee." *Business Insider*. October 19, 2011. http://www.businessinsider.com/gaap-uccino-the-story-of-keurigs-coffee-dominance-2011-10?op=1.

38. Booton, J., "Icahn Acquires 10% Stake in Netflix." October 31, 2012. Fox Business. http://www.foxbusiness.com/technology/2012/10/31/icahn-acquires-10-stake-in-netflix/.

39. *Ibid.*

40. Austen, I., "Canada Halts Trading in Sino-Forest of China." *New York Times* Dealbook. August 26, 2011. http://dealbook.nytimes.com/2011/08/26/canadian-regulators-order-sino-forest-executives-to-resign/.

41. Bilt, K., C. Donville, and M. Walcoff, "Paulson May Deal Clients $720 Million Loss." *Bloomberg*. June 21, 2011. http://www.bloomberg.com/news/2011-06-21/paulson-dumping-sino-forest-may-deal-clients-720-million-loss.html.

42. O'Toole, J., "Sino-Forest Sues Muddy Waters for Defamation." *CNNMoney*, April 3, 2012. http://money.cnn.com/2012/04/02/markets/sino-forest-muddy-waters/index.htm.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

43. Jones, S., "Hedge Fund Short Sellers Follow Their Star." *Financial Times*. November 21, 2012.

44. Grant, J., "Olam launches Muddy Waters libel case." *Financial Times*, November 21, 2012. http://www.ft.com/intl/cms/s/0/03f3e9e8-33ce-11e2-9ae7-00144feabdc0.html#axzz2D0N9a08S.

45. White, B., "New Twist to Fairfax Financial." *Financial Times*, November 3, 2006. http://www.ft.com/intl/cms/s/0/d1d8086c-6adf-11db-83d9-0000779e2340.html#axzz2Cv4vwN8l.

46. Voreacos, D. and A. Effinger, "Fairfax Case Against Morgan Keegan, Exis Dismissed." *Bloomberg Businessweek*, September 13, 2012. http://www.businessweek.com/news/2012-09-12/fairfax-lawsuit-against-morgan-keegan-exis-dismissed-by-judge.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

SHOCK MARKETS

|第 6 章|

黑天鹅时刻四：利用政府干预布局长期趋势

"不要与美联储对抗。"

——交易箴言

"国家和个人一样，不可能做孤注一掷的投机者，还不受损失。惩罚迟早会压倒他们。"

——查尔斯·麦凯，《非同寻常的大众幻想与全民疯狂》

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2012 年 11 月 22 日，一个周四的晚上，埃及总统穆尔西宣布赋予自己至高无上的权力。[1] 声明发表于埃及传统周末的第一天，但是这未能阻止针对总统行为的直接抗议。显而易见，虽然大部分埃及民众反对总统法令，但还是有许多支持者。2012 年 11 月 25 日，周日，继声明发表后的埃及市场开业首日，对背离民主的担忧、对总统举措可能引发持续民间动乱的恐惧导致埃及股票市场下跌近 10%。[2]

政治行动是市场冲击的重要因素。政治行动并不局限于个别国家，在各个国家都会出现。政客讲话、决策者行为、政府官员和央行行长选举结果、法院判决、国有化、战争和恐怖主义行为，都影响着市场。本章通过分析历史上及最近重要的政治危机——揭示政治危机对交易策略的重要性。

政治冲击——恐怖主义行为、战争、暗杀及政治行动

美国也出现过政治冲击导致市场冲击的情况。例如，2001 年 9 月 11 日的恐怖袭击事件发生后，在股票市场重新开盘的 9 月 17 日，道琼斯工业平均指数下跌 7%。[3] 尽管在市场开盘前美联储已将联邦基金利率下调 50 个基点，股价还是急剧下跌。[4]

1941 年 12 月 8 日，周一，日本海军于 1941 年 12 月 7 日偷袭珍珠港后的首个交易日，道琼斯工业指数下跌约 3.4%。[5] 1963 年 11 月 22 日，周五，肯尼迪总统遭到暗杀，下午 1 点 41 分消息传到交易大

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

厅，2 点 07 分纽约证交所提前收盘，在短时间的恐慌交易中，道指下跌约 3%。[6] 然而，到周四市场重新开盘时，道指上涨 4.5%。无论在下跌幅度还是持续时间上，该案例都可以和 1962 年四五月间的道指下跌相比。当时，肯尼迪总统威胁将钢铁产业国有化。布朗在 1991 年的书中提到价格行为：

> "钢铁问题引发市场冲击。钢铁企业指数（Big Steel）从 1961 年的顶部 91 点降到 38 点……（大量的股票）从 1961 年的顶部下跌超过 60%。IBM……从 607 点跌至 300 点。"[7]

5 月 28 日，道指跌破 5.7%，所谓的"肯尼迪恐慌"或"钢铁危机"达到高潮。紧随其后的是次日"压力释放后的反弹"（relief rally），达到 4.7%。[8]

钢铁危机也可以与肯尼迪在任时的另一危机事件作对比：古巴导弹危机。面对核灭绝的威胁，你预计市场会瘫痪。相反，1962 年 10 月 23 日（肯尼迪总统就苏联在古巴部署导弹发表国家演说后的首个交易日），道指收盘走高 1.9%。

乍一看，这一上扬看起来是对政治事件的极端错误消化，不过《福布斯》指出，在世界末日获得收益又有什么意义呢？

> "这种趋缓的下降相对于钢铁的暴跌也是市场冷酷逻辑的极佳实例：在原子大屠杀上下必胜的赌注是毫无意义的。"[9]

古巴导弹危机的结束促成了道指强有力的回升，并持续整个 11 月份。[10] 这些案例说明，有时候重大的地缘政治事件，像古巴导弹危

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

机，与看似不太重要的事件相比，会对市场产生不那么大的影响，比如所谓的“肯尼迪恐慌”。

2000 年美国总统大选

甚至对政府换届的预测也对市场有巨大影响力。以美国总统选举为例，有媒体指出市场预期：

> “乔治·沃克·布什担任总统会比约翰·克里担任总统，（到 2004 年时）股价、利率和油价会更高，美元会更强。共和党—民主党的类似差异（曾在 2000 年时）曾经得到过关注。”[11]

12 月交割的纳斯达克 100 股指期货价格在 2000 年 11 月 6 日、7 日的盘后交易出现大幅震荡。美国总统选举取决于选举团。美国东部时间晚上宣布戈尔获得佛罗里达州支持后，原本就存在的股指期货下跌趋势得以加速，出现急剧下跌。而截止到美国东部时间晚上 10 点时，市场已经反弹，戈尔获胜的声音未被承认。到 11 月 7 日美国东部时间下午 2:15 前，市场一直都是略微向上运行，直到 2:15 分，布什取得在佛罗里达的胜利时，期货飙升。这次飙升相对短暂，次日凌晨 4 点，庆祝布什获胜的呼声自动终止，股市也随之下跌。至上午 6 点，股票市场较前日下午 6 点略微走高。

2000 年 12 月交割的标准普尔 500 股指期货走势与之类似，不过与纳斯达克期货相比幅度略小。2000 年 12 月交割的贸易加权货币期

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

货也走出了相似的走势，幅度也更小。

该案例明确表明了选举与股市间的关联性。然而，我们除了知道选举能够推动市场外，其交易策略的适用性其实是微小的。考虑到选举票数异常接近，并且结果最终由法院决定，是否在此次事件上交易本应很难。很明显，与戈尔相比，市场更接受布什的胜利。

然而，对整个经济的影响并不那么明显。正如研究指出，这并不意味着共和党籍的总统更有利于经济的发展。[12]

2012 年 11 月 2 日，《波士顿环球报》报道称自 1949 年起，在民主党籍总统的领导下，中位数经济增长比共和党领导下增长得快。民主党籍总统任职期间，中位数 GDP 增长值为 4.2%，而共和党政府时，中位数 GDP 增长值为 2.6%。[13] 同一报道称：

> “当出现民主党人任总统和共和党掌控国会时，市场状态最佳，年化平均收益率在 15%。而出现共和党人任总统和民主党掌控国会时，年化平均收益率为 5%。”[14]

或许分立政府最有利于经济增长。很难断定总统对经济的影响力，因为在美国的整个历史中，只有不到 50 位总统，近代更少。这种样本容量相对较小。进一步混淆这种分析的事实是，总统几乎对经济毫无控制力。众议院拥有大部分的权利，根据美国宪法：“有关征税的所有法案应在众议院中提出。”[15] 显然，在许多总统选举中，市场都有其倾向的候选人，因此会迅速对选举结果做出回应。单一政党或候选人对股票市场的影响力整体上是个更为复杂的问题。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

国有化

并非所有的政治冲击都事关生死，但是它们依然重要。在很多危急关头，市场走势迫使政府采取行动。不过有时候，政府行为推动着市场，以阿根廷将能源公司 YPF 事实国有化为例。2012 年 4 月 16 日，阿根廷宣布计划强制国有化 YPF，这是一家大型的石油公司，随后此举遭到欧洲议会谴责，称这“是对自由企业运营的攻击”。[16]

这次冲击波及全球，YPF 因为很大程度上由西班牙雷普索尔石油公司掌控。纽约大学商学院的阿斯沃斯·达摩达兰教授写道：

> “雷普索尔，YPF 的绝对控股人，会损失数十亿美元……YPF 的股价，今年已下跌 50%，纽约交易时段又下跌了 21%。”[17]

然而阿根廷本身也面临着回击，因为阿根廷政府违约保险的成本增加。[18]

YPF 冲击的影响持续数月。当 YPF 为新投资进行路演时，毫无所获。美联社报道称 YPF 已经结束巡演，没有得到一位新投资者，尽管事实上：

> “YPF 总裁米格尔·加卢西奥在多个城市与 70 家企业和投资者会谈 40 次，邀请他们帮助开发世界第三大储量的岩油和天然气。”[19]

YPF 随后声称其只是一次“非交易路演”，这听起来像是假如你的路演没有产生任何投资，你就会这样说。即使暂且相信 YPF 所言，显

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

然，在最初的国有化发生很久后，政府国有化能够且将会对股价产生泼冷水效应。

YPF 宣布已正式和雪佛龙达成协议，《金融时报》的报道反映了石油公司的实情。

> “石油公司被说服要务实，克服和不可预测的政府做生意的顾虑——假设价格合理的话。”[20]

可以有把握地猜测，与雪佛龙协议的条款深受最近国有化 YPF 的影响。事实上，对阿根廷而言是更糟糕的交易。

普通人都能看得出，政府国有化的结果是长期又影响深远的。实际上，有证据表明，对国有化的恐惧导致公司市盈率不高。阿斯沃斯·达摩达兰教授博客上的分析表明，平均来说，俄罗斯和委内瑞拉的公司没有其他新兴市场的同类公司更受欢迎。2012 年 1 月，委内瑞拉公司市盈率只有 5 倍，而俄罗斯的公司为 8 倍。[21] 这一水平相比南非、新加坡、印度和土耳其这些市盈率高于 10 倍的国家而言还是低的。与秘鲁、智利、巴西这些自称市盈率高于 12 倍的国家相比就更低。

没有人能够预测未来，都是事后诸葛。不过，有些事情很明显：阿根廷愿意对规模大、实力强的外国公司的控股国有化，乐意伪造官方经济数据，最近一段历史还曾出现过重大经济危机，[22] 而且阿根廷的国有化在减少（进而国外投资者的信任降低）。

所有这些对投资构成障碍的因素也有可能导致投资减少，货币贬值，其实货币自 2008 年中期就一直在贬值。甚至在 YPF 危机出现前，阿根廷已经在边境通道设置嗅钱犬，以减少货币外流，[23] 并公然伪造部分经

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

济数据，以至于《经济学人》拒绝发布阿根廷官方通货膨胀数据。[24]

想一想，几乎无人能够准确地预测阿根廷总统克里斯蒂娜·德基什内尔政府准确的走势时机，你怎么在新闻报道后加以利用？这次走势对于在阿根廷、南美及世界其他地区的投资有哪些隐含意义？

由于政府的绝对权力，某一领域的举措会对整个经济产生可预料的影响。当政府开始设法得到强大的石油公司时，怎么阻止它去得到银行？如果政府愿意伪造官方膨胀数据，为什么投资者要相信政府运行透明的现代经济是认真的？

投资减少和信任度下降，在任一市场都导致可预见的后果：银行股下跌或货币贬值，国际评级机构等级降低。这些情况正是阿根廷所出现的。

市场的反应是迅速又广泛的。除了雷普索尔，YPF 前控股者股价的下跌外，影响一直在持续。2012 年 4 月的《华尔街日报》声称：

> "标准普尔评级服务降低了它对阿根廷的期望，从平稳到消极，并以国家决定国有化 YPF 以及对国际贸易的限制为证。"[25]

国有化给国际投资者传递了糟糕的信号。更极端的是，对国家恪守承诺意愿的信心一旦失去，最终会导致对其承诺的不尊重。

冲击风暴过后，精明的投资者减持阿根廷货币，卖出阿根廷银行股，然后看衰所有在阿根廷市场有敞口的公司。交易中鲜有一成不变的规则，但是其中有一条：如果政府开始拿百姓的钱财，你应在有能力时撤出。

这次冲击导致全球市场出现严重的情绪变化，影响波及数月。投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资者可以通过预测阿根廷比索更长期的贬值以及国内恶化的商业形势，他们应该已经从这波走势中获益，即使他们错过了一开始的价格下跌。事实上，2012 年下半年，阿根廷政府深困接管《号角报》这一阿根廷最大传媒集团，也是政府的前盟友，《经济学人》称此举是“建立亲政府广播垄断的又一步”。[26]

正像在其他国家如委内瑞拉所出现的，政府决定开始走不计后果的国有化这条路线后，未来的行动只会更多而不会减少。

阿根廷的国有化能够在冲击之前预测到吗？劳埃德银行建议：

> “政治意识形态继续触发在拉丁美洲和非洲国家开展业务的外国企业国有化的风险。”[27]

预测大规模国有化的准确时机或细节，像阿根廷这样的，应该很困难。可是，识别可能性增加的窗口（依据选举、商业周期、媒体声明等）按理说是行得通的。长期来看，从这些冲击中受益也是可能的，因为像这次影响长久的冲击，对其他市场有始料未及的效果，比如主权信用违约市场。

给经济和市场降温

2007 年 2 月 27 日中国上证综合指数下跌 8.8%，[28]《华尔街日报》称之为“10 年内最大幅度的下跌”，市值蒸发近 1400 亿美元。[29] 尽管没有直接原因，有人猜测是投资者们担心政府给经济降温。这种降温很有必要——即使出现 2 月 27 日的巨幅下跌，市场也只是回到 6 个

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

交易日前的水平（在过去的6个交易日里，市场上升了11%）。一切结束后，即使下跌8.8%，市场依然略高于2月9日的水平。这种反应不是说此次冲击小，这毕竟是10年内最大的冲击，而是证明中国股市持续过热的本质，2006年中国股市上涨了130%。[30]

然而，股价骤然下跌并不局限在中国，而是波及全世界。政治事件对美国股市有巨大的影响。“9·11”恐怖袭击事件的直接后果就是道指大幅下跌，在此之前几乎毫无征兆。下跌400点，在当时是第七大单日跌幅。这场灾难中，国债价格上涨，投资者在风暴中寻求避难，而黄金，常被看作另一安全资产，实际上是下跌了，CNN Money将此归因于中国经济增长放缓。[31]

《时代周刊》报道，下跌的广泛影响波及全球：

> “……由于新爆发的投资者悲观情绪蔓延，印度主要股指下跌4%，新加坡下跌3.7%，日本下跌2.9%，韩国下跌2.6%，香港下滑2.5%。”[32]

“美国一打喷嚏，全世界都会感冒。”这一古老谚语或许该丢弃，这是因为新兴市场，尤其是中国对整个国际市场的影响在增加。虽然中国股价下跌对国际市场的影响不是毁灭性的，但是它凸显了这个国家展现给世界的强有力的“新经济”的形象。

央行救助

2008年9月15日，雷曼兄弟破产在全球金融市场引发风暴。问

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

题不仅没有消失，反而在金融市场和实体经济中凸显。2008 年 10 月 8 日周三，《纽约时报》的文章中描述股市出现全球抛售。

> “日本股票下跌 9.4%……伦敦下跌 6.7%……法国下跌 8.2%，法兰克福下跌 7.5%……香港下跌 8.2%……” [33]

同一天，英国政府宣布部分国有化英国大型银行，英格兰银行也提供英国银行 2000 多亿英镑的计划。在英国首相和他的政府毫不知情的情况下，英格兰银行行长与其他主要央行的行长们商谈协调缩减利率的必要性。[34]

在这样的市场背景下，当天晚些时候，美联储、英格兰银行、欧洲央行、瑞典央行和加拿大央行采取了一个被纽约《时代周刊》称为“一次前所未有的举措”，即下调基准利率 0.5%。[35] 中国人民银行，虽然严格来说是单独行动，但名义上也加入了——通过下调利率 27 基点并降低存款准备金率。瑞士国家银行也下调了 50 基点利率。考虑到同一时期日本利率水平较低，日本银行并未采取行动，而是给予全球行动支持。[36]

这次联合行动回应了许多市场参与者对这一举措的呼声，目的是鼓励银行贷款给企业，防止企业破产。[37] 辅助目标是为了恢复对金融市场的信心。这次行动的结果迅速却短暂：欧洲股市反弹后是连续的股市亏损，之前数日股市一直呈下跌趋势。

图 6-1 显示的是标普 500 股指期货市场对声明发表的反应。图 6-2 是日元期货市场对这个消息的反应。有趣的是，在这两个 5 分钟图的走势中，价格走势对这个消息的初期反应并不精准同步。不过，两个市场都迅速回到声明发表前的水平。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图 6-1　本图显示的是 2008 年 12 月交割的标普 500 迷你股票指数合约对 2008 年 10 月多家央行联合降息做出的反应

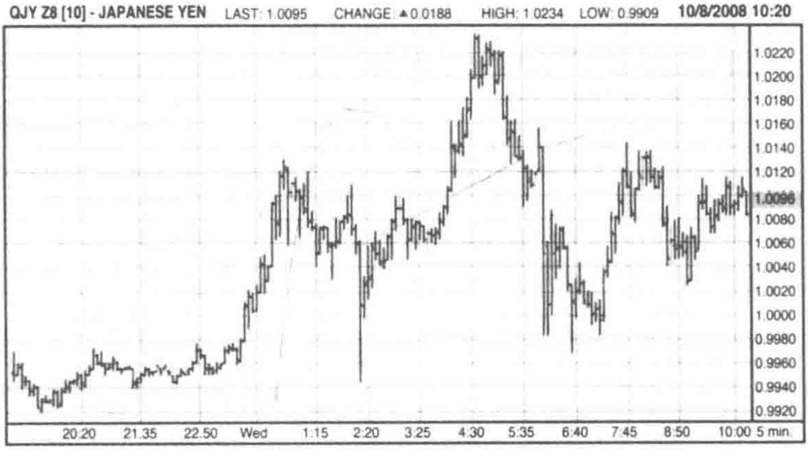


图 6-2　本图显示的是 2008 年 12 月交割的日元期货合约对 2008 年 10 月多家央行联合降息做出的反应

那么主要的交易经验是什么？身处危机时，政府或央行的举措只有这么多。经济的基本面表现疲软——下调利率改变不了它。此外，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

以下两项前景并不清晰，即央行降息能转化为利好企业的更低利率，这些公司需要的资金能以新的利率贷出。国际货币基金组织（IMF）的奥拉夫简洁地总结了这一市场思潮：

> "关键的教训是当你面对市场参与者互不信任的信心问题时，传统的宏观经济工具就会不如以前有效。"[38]

这一事件也说明，熊市再"利好"的消息也可能只有短暂的影响。此次事件的其中一个意义是，在熊市中押注市场对类似声明的反应应该是制订做空交易的计划。同样，牛市环境下"利空"消息的影响也是短暂的。

投机者：央行

杰洛米·柯维尔（法国兴业银行,4.9 亿法郎）、阿杜伯利（瑞士银行，23 亿美元）、滨中泰男（住友商社，26 亿美元）、尼克·李森（巴林银行，83 亿英镑）和井口俊英（大和银行，11 亿美元），他们之间差别不大，都被定罪为流氓交易员，每人对公司超过 10 亿美元的损失负责。雪上加霜的是，几家公司因为监管疏漏，试图掩盖部门损失或市场滥用，还要支付巨额罚款给有关监管部门。[39] 这些流氓交易的损失使其公司的股价遭受巨大损害。实际上，尼克·李森的流氓交易损失使巴林银行破产。

然而，流氓交易员导致的损失与许多央行带来的损失相比逊色很多。央行试图推动汇率朝预定方向或保持既定的汇率。这些损失只有它们诱导的市场冲击之后才会显现出来。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

瑞士国家银行

2009 年 3 月至 2010 年 6 月，瑞士央行，即瑞士国家银行频繁干预外汇市场，通过买入美元和英镑（卖出瑞士法郎）来减缓瑞士法郎升值。这些努力以失败告终，因为瑞士法郎的需求增加，随之而来的是瑞士法郎的相对价值：

> “瑞士央行称货币干预是为了遏制瑞士法郎对欧元、美元和英镑的持续升值。2010 年汇率损失达到 327 亿瑞士法郎…”[40]

和多数央行不同，瑞士国家银行不同寻常之处在于它还是一家上市公司。图 6-3 给出了其股票价格走势。2011 年 9 月 6 日，瑞士国家银行突然决定将瑞士法郎与欧元挂钩，冲击了外汇市场。（见第 10 章）

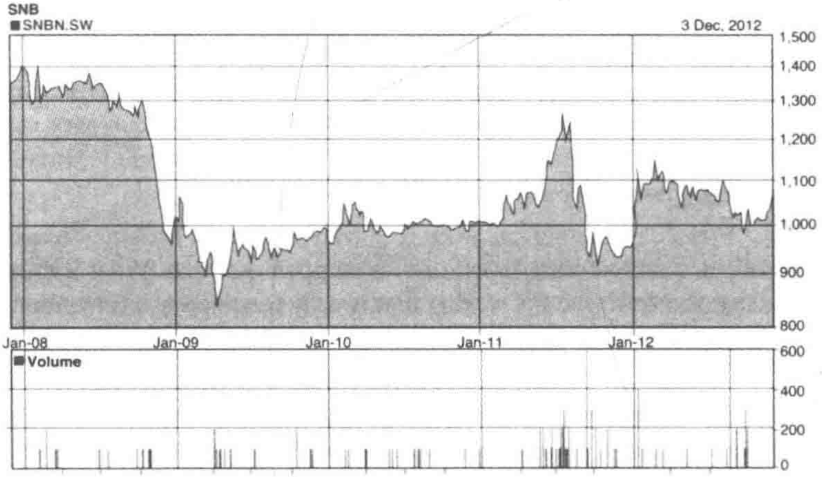


图 6-3 本图显示的是瑞士国家银行的股票价格走势

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

日本央行

瑞士国家银行的损失和日本央行遭受的估计损失相比较少。数年来，日本央行频繁干预货币市场（常常为了打压日元兑美元）。日本央行通过这些努力体会到有限的成功（常常稍纵即逝）。这种成功让日本政府和国民付出了高额成本。摩根大通估计，日本政府在过去的日元抛售中损失超过 5120 亿美元。[41]

支持压低日元的政策认为，5120 亿美元是拯救日本工业面临日元过度升值的代价。如果不采取行动，日元会升值更多。反对者争论说，日本已经在扭转货币市场的徒劳努力上浪费超过 5000 亿美元。

一些支持货币走强的人争论说，其实，日元走强对国家有利，尽管可能对制造业产生坏的影响，因为国外消费者要支付更高的价格。他们称，建立在强势货币上的经济体制可以适应，且强势货币（而非弱势货币）是综合经济实力的标志。

强势货币对经济（特别是以制造业为基础的）是否有害是公开的问题。很明显，外汇市场的冲击经常伴随着干预，明白这点很重要。

市场价格改变，就会有赢家有输家。强势日元使得日本出口更贵，也使得日本的进口货物更便宜。有些行业对汇率变化敏感。例如，CNN Money 报道，2011 年 10 月，日元对美元每升值一日元，丰田汽车制造商利润就会减少 300 亿日元（38 亿美元）。[42]

2011 年 10 月 31 日，日本干预货币市场以压低日元。作为 2011 年以来的第三次干预，时任财政大臣的安住淳列出压低日元的一个原因：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

"日元升值会使工厂倒闭，这是我不能容忍的。"[43]

当时新闻报道称日本银行花费 7.7 万亿日元（约 985 亿美元），试图扭转市场。[44] 它成功了。彭博社报道，日元受干预影响下跌"高达 4.9%"，并且日元兑超过 150 种彭博社跟踪的货币下滑。[45] 然而，即便日本央行大量干预也只能暂时影响却不能反转市场走向。富国银行集团的 Vassili Serebriakov 称：

"市场走势已经部分逆向了，也暗示市场非常偏向买入日元而非卖出日元。"[46]

日本政府的行动可能已经成功，因为日元没有升值到干预之前的水平。不过，这种"成功"被定义为降低日本货币相对于其他货币的价值。以日元计价的资产持有者遭受他们所持股份的外汇价值下降。日本央行相信，削弱日元的外汇价值能够增强日本经济。

日本央行的干预能够轻易预测到吗？这是 2011 年日本第三次干预货币市场以压低日元。财政大臣安住淳早已警告说政府会对投机者采取行动。虽说预测走势的准确时机极其困难，不过可能的话，日本政府担心日元走强，这是众所周知的。

这种担心意味着日元升值中有隐性底线，不过那将会是一场冒险的游戏。那个时候，市场真正担忧的是欧元的崩溃。一旦这成为现实，日元势必要大幅升值。在这样环境下，日元空头位置需要严格的止损。

有时候政府不清楚他们期望的市场走势的方向和数量。例如，2012 年秋，安倍晋三的竞选纲领就是要求日本央行达到 2% 的通胀目

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

标，并且印刷日元直到目标实现。那时，日元对美元汇率低于 80。安倍所在的自民党赢得 2012 年 12 月 16 日的议会选举的支持。自民党掌握政权，安倍当选首相。当选后不久，首相安倍晋三表示希望日元对美元汇率达到 90，当时的日元交易水平为 85 日元对 1 美元。[47] 2013 年 1 月 23 日，日本政府和日本央行发表联合声明，接受 2% 的通胀目标政策。[48] 弱化日元政策可能影响日本经济。然而，选举期间承诺实行这样的政策，当选后接受这一政策，都为交易者提供了日元有利可图的交易机会。市场参与者被告知预期的弱化方向与数量。更重要的是，这不是后知后觉，等到市场扭转后才知道怎么做。许多著名对冲基金经理预测说，安倍有望当选会催化日元急速贬值和日本股价上升。当时的财经媒体报道了这一预测。[49] 安倍晋三当选首相，日元如期贬值，日本股票如期上涨，而且这种分析可能导致交易者在 2012 年 12 月 16 日议会选举前做空日元，既有政治意义又有经济意义。

英格兰银行

1992 年 9 月，英格兰银行维持对德国马克的固定汇率关系，这一倒霉尝试使得乔治·索罗斯家喻户晓，当时他在英镑上押注为自己的对冲基金赚了近 10 亿美元。索罗斯能赚这么多的一个原因是在于有一个愿意交易的对手——英格兰银行很乐意成为交易的另一方。另外，如韦伯所指，如果只承担有限的风险，他也能够这样做。[50] 简单来说，如果挂钩成功，他只会损失一点儿；如果挂钩失败，他就大赚一笔。这就是一场单边押注。[51]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

虽然乔治·索罗斯作为“打垮英格兰银行的人”而出名，许多其他持有类似头寸的交易者也从挂钩失败中收益，尽管他们没有像索罗斯那样引起公众注意。事实很明显，想一下英格兰银行为了阻止贬值所遭受的外汇损失。当时媒体报告预测英格兰银行花费 150 亿美元来抵御挂钩。[52] 官方新闻随后揭露英格兰银行因试图维持货币挂钩所造成的损失程度：

> “……33 亿英镑（61 亿美元）。干预的最后日子里损失约 80 亿英镑。”[53]

换句话说，如果索罗斯的对冲基金赚了 10 亿美元，在英镑上押注的其他货币交易者就能从英格兰银行得到额外的 50 亿美元。这个数字低于总的损失，因为忽略了其他央行试图维持英镑挂钩遭受的损失。

当然，保持挂钩这一失败的尝试所造成的损失最终由英国的纳税人承担。这等于当时英国的每一位男人、女人和孩子损失约 57 英镑。

马来西亚央行

也许这是央行投机于外汇市场最特殊的案例之一，也是其中表现得最为直接的一个案例。这就是 20 世纪 90 年代早期马来西亚央行的奇怪案例。据媒体报道，1992 年马来西亚央行损失 100 亿林吉特，大部分是由于试图保卫英镑，另外 1993 年的 57 亿林吉特则是因为货币市场投机失败。[54] 为什么马来西亚央行选择在 1992 年保卫英镑，从交易方面来看令人疑惑。和英格兰银行一样，成功带来的回报

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

很小，而挂钩失败的损失是巨大的。美国南方人可能会说，马来西亚没有替罪羊，只得选择战斗。

央行干预外汇市场得出的交易教训

许多央行干预货币市场引发的冲击都不是永久的。除非做出长期保证（比如瑞士保证“可以无限制买入外币”），否则货币冲击往往是暂时的。[55] 例如，2011 年 8 月 4 日，日本干预外币市场促使日元走弱，仅仅一周，日元就升值到干预前的水平。[56] 2011 年 10 月 31 日的干预之后，日元没有达到干预前的价值，但是受财务大臣大量买入的影响，日元走强。如图 6-4 所示，经过几个月的 76 ~ 78 日元兑 1 美元这样的趋势后，日元最终走强。这可能是受全球宏观因素，比如欧洲主权信用危机的影响，使日元成为一些市场参与者的避难所。

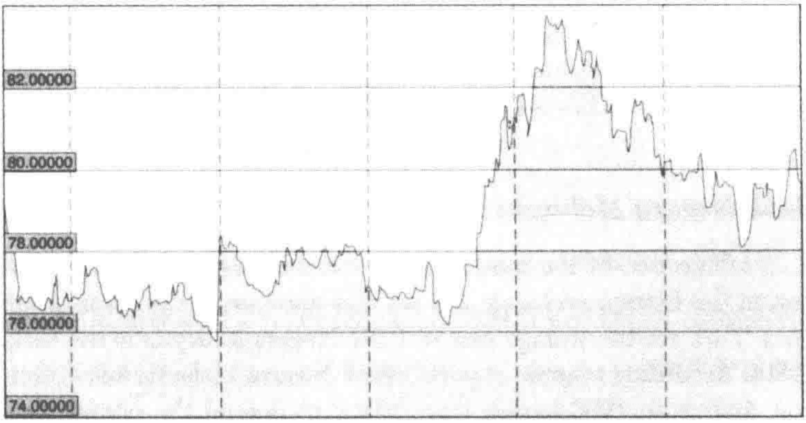


图 6-4 本图显示的是美元兑日元 2011 年 8 月至 2012 年 6 月的走势

当央行试图为了自己的货币保护固定汇率或推动汇率朝向它们期

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

望的方向时，就会频繁为投机者创造单方面交易机会。更重要的是，因为随时准备交易大量货币来达到政治目的，它们刺激了想要下大注的欲望。这激励了前述交易类型，但它们又是央行想要打压的，因此可能引发货币危机。

虽然这些行为支持了货币投机者，但是并不清楚这些行为是否真能帮助实现预期的政策目标。央行的投机例子，不管是为了实现政治目标还是别的，都说明即便是央行这样的金融市场的大玩家，试图影响市场价格也是困难的。这些事例也显示，央行在金融市场上如此交易也会导致巨额损失（最终由纳税人承担）。央行损失并不总是接受它们应得的公众监督。央行承担损失的事实不能改变损失的基本性质。也就是说，这些损失是从纳税人流向投机者的实实在在的财富。

交易教训

只要我们有政府，政府作为（或不作为）都会影响市场。

尽管工业化国家的政府很少直接干预市场，它们的行为依然会影响市场价格。当直接干预发生时，会极大地扭曲市场。通常，政府通过自己创造的规章制度和商业环境，设定市场的长期态势。某些情况下，政府出手会对市场产生迅速广泛的影响。了解政府的日常政治动向是有好处的。

政治冲击有广泛的影响。战争的威胁或破坏会使市场急剧下跌，不过像古巴导弹危机这样毁灭性的威胁常常会被忽略——临近世界末日，赚钱已没有意义。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

政府有自己的方式决定国有化财产或者侵犯产权，因为它们早已背弃了法律的公正原则。这就是为什么国有化容易导致长期经济低迷趋势，以及这些国家的公司市盈率较低的原因。交易者可以做空货币或者找到其他办法从由此导致的下降中获益。更重要的是，交易者应该意识到两者是紧密相连的，只有确保你的财产得到保护，你才能够在恶化经济体相关的风险投资中赚钱。

与政府干预市场相比，国有化只是一股强大的力量，而非万能的。案例包括香港金融管理局（HKMA）和英格兰银行的干预。英格兰银行没能保护自己，损失了钱财；而当港元挂钩遭到投机者攻击时（详见第 7 章），香港金融管理局在公开市场上作战。这些史诗般的斗争已经明确地定义了成功者与失败者。往往，它们也是因非政府组织引发的危机。还有更为模棱两可的情形，比如日本银行为了弱化日元进行干预，表明交易机会是由政府创造的，会为交易者提供潜在的回报。

交易者需要谨记市场的最大玩家可以改变价格（至少短时期内），而且有些市场大玩家就是央行。

在民主国家，政府有时会无意中暴露未来动向，这对交易有重要提示。以日本为例，工厂倒闭不仅对国家经济不利，在政治上也不受欢迎。因此存在在日元弱化情况下支持制造业的压力。以阿根廷为例，数年来的反商业政治决策没有破坏政府的权威，而且认为可以继续政府的行为。实际上，没收 YPF 被掩盖在民族主义之下，而且目标又是国外的西班牙公司，一切都轻而易举。

选举也有影响。对新的财政或货币政策的追求对市场有巨大影响，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如 2012 年安倍晋三当选日本首相。同时，金融市场上的选举结果为交易者提供潜在的交易机遇，这种机遇在市场上可能没有被充分消化。

本章显示，有时你的交易优势可能在于理解政治和金融市场的联系。

尾 注

1. Reuters, "Egypt's Morsi to meet judges over power grab." *Globe and Mail*. November 25, 2012. http://www.theglobeandmail.com/news/world/egyptian-stock-market-tumbles-after-president-morsis-power-grab/article5639047/?cmpid=rss1.

2. Fleishman, J. and R. Abdellatif, "Egypt stock exchange falls, protesters converge on Tharir Square." November 25, 2012. *L.A. Times*. http://articles.latimes.com/2012/nov/25/world/la-fg-egypt-protests-20121126.

3. "New York Stock Exchange Reopens to Sharp Losses." *PBS Online News Hour*. http://www.pbs.org/newshour/updates/september01/stock_exchange_9-17b.html.

4. *Ibid.*

5. Brown, J.D., *101 Years on Wall Street: An Investor's Almanac*, Prentice-Hall. Englewood Cliffs, New Jersey, 1991.

6. *Ibid.*

7. *Ibid.*

8. *Ibid.*

9. Simons, D., "Missile Crisis, Market Sanity." *Forbes*. October, 16, 2002. http://www.forbes.com/2002/10/16/1016cuba.html.

10. Brown, J.D., *101 Years on Wall Street: An Investor's Almanac*, Prentice-Hall. Englewood Cliffs, New Jersey, 1991.

11. Snowberg, E., J. Wolfers, and E. Zitzewitz, "Partisan Impacts on the Economy:

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Evidence from Prediction Markets and Close Elections." http://bpp.wharton.upenn.edu/jwolfers/Papers/Snowberg-Wolfers-Zitzewitz%20-%20Close%20Elections.pdf.

12. Snowberg, E., J. Wolfers, and J. E. Zitzewitz, "Partisan Impacts on the Economy: Evidence from Prediction Markets and Close Elections." http://bpp.wharton.upenn.edu/jwolfers/Papers/Snowberg-Wolfers-Zitzewitz%20-%20Close%20Elections.pdf.

13. Healy, B., "Economic data show more growth under Democrats." *Boston Globe*. November, 02, 2012. http://www.bostonglobe.com/business/2012/11/01/stocks-story/imJJjC7EHDJwQJCtTB2b4O/story.html.

14. *Ibid.*

15. *Ibid.*

16. *BBC News*, "European Parliament Condemns YPF Nationalisation." April 20, 2012. http://www.bbc.co.uk/news/world-latin-america-17794340.

17. Damodaran, A., "Governments and Value: Part 1- Nationalization Risk. Musing on Markets." April 17, 2012. http://www.aswathdamodaran.blogspot.com/2012/04/governments-and-value-part-1.html.

18. "Fill 'er up." *The Economist*. April 21, 2012. http://www.economist.com/node/21553070.

19. "Argentina's YPF oil company runs empty on U.S. tour." *Associated Press*. September 28, 2012. http://bigstory.ap.org/article/argentinas-ypf-oil-company-runs-empty-us-tour.

20. Webber, J., "YPF Moves Towards Tie-up with Chevron." *Financial Times*, August 24, 2012. http://www.ft.com/intl/cms/s/0/e7807812-edf5-11e1-a9d7-00144feab49a.html#axzz2GHq3fRc0.

21. "PE Ratios across Emerging Markets." January 2012. http://3.bp.blogspot.com/-blwlExFUDbk/T43CRXuLU_I/AAAAAAAAALk/c7sClAbJy-s/s1600/PE+ratios+in+emerging+markets.jpg.

22. "The price of cooking the books." *The Economist*. February 25, 2012. http://www.economist.com/node/21548229.

23. "Argentina appeals to sniffer dogs to detect capital flight at border crossings." *MercoPress*. December 19, 2011. http://en.mercopress.com/2011/12/19/argentina-appeals-to-sniffer-dogs-to-detect-capital-flight-at-border-crossings.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

24. "Don't lie to me, Argentina." *The Economist*. February 25, 2012. http://www.economist.com/node/21548242.

25. Rubin, B.F. and B. Fox. "Moody's Lowers Outlook on 30 Argentine Banks." *Wall Street Journal*. September 27, 2012. http://online.wsj.com/article/BT-CO-20120927-709987.html.

26. "Messenger shot." *The Economist*. December 1, 2012. http://www.economist.com/news/americas/21567387-government-prepares-grab-television-empire-messenger-shot.

27. "Commodity Prices Increase Nationalisation Risk." *Lloyds*. February 17, 2011. http://www.lloyds.com/news-and-insight/news-and-features/geopolitical/geopolitical-2011/commodity-prices-increase-nationalisation-risk.

28. Areddy, J. T., "Shanghai's 8.8% Tumble Slams Emerging Markets." *Wall Street Journal*. February 27, 2007. http://online.wsj.com/article/SB117257537957220485.html.

29. Torchia, A., "China stocks plunge 8.8 percent." *Reuters*. February 27, 2007. http://www.reuters.com/article/2007/02/27/us-markets-china-stocks-close-idUSSHA22591220070227.

30. Powell, B., "China's Stock Meltdown." *Time*. February 28, 2007. http://www.time.com/time/business/article/0,8599,1594488,00.html.

31. Twin, A., "Brutal Day on Wall Street." *CNN Money*. February 27, 2007. http://money.cnn.com/2007/02/27/markets/markets_0405/index.htm?cnn=yes.

32. Powell, B., *Op. Cit.* "China's Stock Meltdown."

33. Jolly, D., B. Wassener, and K. Bradsher, "Tokyo Shares Lose 9.4 Percent as Other Asian Markets Slide." *New York Times*, October 8, 2008. http://www.nytimes.com/2008/10/08/business/worldbusiness/08iht-09markets.16775268.html.

34. Parker, G. and P.T. Larsen, "Plan on Table Along with the Tandoori Chicken." *Financial Times*, October 9, 2008. http://www.ft.com/intl/cms/s/0/a9a064c2-9588-11dd-aedd-000077b07658.html#axzz2E5ufXDif.

35. Dougherty, C. and E.L. Andrews, "Central Banks Coordinate Global Cut in Interest Rates." *New York Times*, October 8, 2008. http://www.nytimes.com/2008/10/09/business/09fed.html?pagewanted=all.

36. Lanman, S., "Fed, ECB, Central Banks Cut Rates in Coordinated Move." *Bloomberg News*, October 8, 2008. http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=newsarchive&sid=aEz2j_LH7n88.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

37. Jolly, D., B. Wassener, and K. Bradsher, *Op. Cit.* "Tokyo Shares Slide."

38. Dougherty, C., and E.L. Andrews, "Central Banks Coordinate Global Cut in Interest Rates." *New York Times*, October 8, 2008. http://www.nytimes.com/2008/10/09/business/09fed.html?pagewanted=all.

39. 比如，因 UBS 的不严格管控引发了阿杜伯利的流氓交易行为，英国金融服务局对 UBS 处罚 2970 万英镑。美国商品期货交易委员会对住友的市场滥用行为处罚了 1.25 亿美元，并且要求住友再拿出 2500 万美元，要么作为因其行为造成的损失的赔偿款，要么作为民事罚款。大和银行被控试图隐藏交易损失，被罚 3.4 亿美元。

40. Maclucas, N., "SNB Posts Loss on Franc's Strength." *Wall Street Journal*, March 3, 2011. http://online.wsj.com/article/SB10001424052748704005404576177633861694972.html.

41. Fujioka, T., "Bank of Japan Warns Yen May Gain Two Days After Intervention." *Bloomberg Businessweek*, November 2, 2011. http://www.businessweek.com/news/2011-11-02/bank-of-japan-warns-yen-may-gain-two-days-after-intervention.html.

42. Wakatsuki, Y., "Japan intervenes to weaken yen." *CNN Money*. October 31, 2011. http://money.cnn.com/2011/10/31/markets/japan_yen.cnnw/index.htm.

43. *Ibid.*

44. "Japan Likely Intervened in FX Market After Last Monday." *Reuters News*. November 7, 2011. http://www.reuters.com/article/2011/11/07/us-japan-intervention-idUSTRE7A60L320111107.

45. Savaira, C., "Yen Slides Most in Three Years After Japan Intervenes; Euro, Krone Weaken." *Bloomberg News*, October 31, 2011. http://www.bloomberg.com/news/2011-10-31/yen-tumbles-4-as-japan-intervenes-to-sell-currency-third-time-this-year.html.

46. *Ibid.*

47. Ito, T., and W. Mallard, "Global Currency Tensions Rise," *Wall Street Journal*, December 23, 2012. http://online.wsj.com/article/SB10001424127887324660404578196892204462394.html.

48. "Joint Statement of the Government and the Bank of Japan on Overcoming Deflation and Achieving Sustainable Economic Growth," January 22, 2013.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

http://www.boj.or.jp/en/mopo/mpmdeci/state_2013/index.htm.

49. Jones, S., and B. McLannahan, "Hedge Funds Say Shorting Japan Will Work," *Financial Times*, November 29, 2012.

50. Webb, R.I., *Trading Catalysts: How Events Move Markets and Create Profit Opportunities*, Upper Saddle River, New Jersey: FT Press, 2007.

51. Mr. Soros characterized the trade as an "uneven bet" in an interview with Maria Bartiromo on the tenth anniversary of the pound sterling crisis on September 16, 2002. (See *CNBC*, "After Hours with Maria Bartiromo," interview with George Soros, September 16, 2002.)

52. Whitebloom, S., "Sterling Crisis—Forex Frenzy Nets #900m." *The Observer*, September 20, 1992.

53. Studermann, F. and J. Blitz, "Revelations on UK Exit from ERM Go from Drama to Farce." *Financial Times*, February 10, 2005. http://www.ft.com/intl/cms/s/0/e59c18e4-7b0c-11d9-a8c9-00000e2511c8.html#axzz2E7C7jZ00.

54. Duthie, S., "New Governor at Bank Negara Has Tough Job." *Asian Wall Street Journal*, April 11, 1994.

55. Garnham, P. and H. Simonian, "SNB Stuns Market with Franc Action." *Financial Times*. September 6, 2011. http://www.ft.com/intl/cms/s/0/f5a361ce-d862-11e0-8f0a-00144feabdc0.html.

56. Tabuchi, H., "Japan Acts Alone to Weaken Its Currency." *New York Times*. October 31, 2011. http://www.nytimes.com/2011/11/01/business/global/japanese-officials-intervene-to-weaken-yen.html.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

SHOCK MARKETS

|第7章|

黑天鹅时刻五：掠夺性交易和内幕交易

“投机市场没有新鲜事。”

——杰西·利弗莫尔（Jesse Livermore）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

多数金融市场价格只反映供求关系。这值得再说一次：多数金融市场价格只反映供求关系。可能你不喜欢市场传递的信息，但价格就是这样，不涉及任何阴谋。

这就是说，如果能够成功预测价格变化，从金融市场交易中获得的潜在回报是巨大的。这极大地刺激了每一位市场参与者去努力寻找交易优势。大多数市场参与者只是寻找合法的交易优势，很多都一无所获。然而，有些市场参与者通过获取内部消息或从事价格操纵，试图利用非法交易优势。

本质上看，这两种非法交易优势的来源是截然不同的，但对其他市场参与者的影响是一样的，因为财富被转移了。内部交易者利用信息的不对称性：掌握了其他人所不知道的市场走势信息的交易者，等消息传到市场上后获利。价格操纵者通过引发价格走势朝着能够为自己带来巨额利润的方向运行，从而达到目的。两者在预期的价格走势前都投入证券头寸。换句话说，内幕交易试图从证券中获利，这些证券目前被错误定价，但等其他市场参与者知道重要消息后，就会重新定价。价格操纵试图促使按理说被正确定价的证券变为暂时错误定价（经常导致订单流的不平衡），从而获得收益。价格操纵或内部消息（之后新闻才报道）对价格的影响力取决于市场条件、情绪、交易的受欢迎程度，以及消息的本质。

本章探讨掠夺性和内幕交易对金融市场价格行为的影响，评估对市场参与者的影响。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

掠夺性交易

价格操纵者试图通过大规模订单、与其他交易商勾结、散播谣言或引发追涨杀跌。价格操纵可能是预先计划的或随机遇出现而出现的。通常，操纵者试图利用追涨杀跌——交易自我演绎——例如引发其他市场参与者的止损指令或轧空。这种掠夺性交易对市场价格有巨大而短暂的影响，尤其适用于拥挤的或受欢迎的交易。拥挤交易有望引发一波又一波的卖出或买入，从而刺激价格上涨。参考下述案例。

扮演对冲基金的保时捷

2008 年 10 月 7 日，由于空头逼仓，大众汽车成为世界上市值最大的汽车制造商。在由经济危机引发的迫在眉睫的经济衰退的环境下，做空大众汽车成为受欢迎且拥挤的交易，此举加剧了价格上涨（毕竟，经济严重衰退时，你期望汽车的销售额上升还是下降？）。做空需要从另一市场参与者借出股票。最大的投资银行，雷曼兄弟，向许多空头借出股票。不过，反过来，雷曼兄弟也从其他市场参与者借入大众汽车股票。2008 年 9 月中旬雷曼破产时，就引发了股票偿还请求的连锁反应和空头逼仓。2008 年 10 月 7 日，彭博新闻社报道：

> “大众股价最高上涨 55%，达到 452 欧元……但是在所有涨幅被回吐之后，又以低于市场价 1.8% 的 287 欧元收盘。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这一过程可能导致了9月18日大众股价上涨27%，在德国证券交易结算期间，召回要求被撤销。”[1]

请留意巨大的价格飙升和其短暂性。大众股价当日收盘报跌。10月7日的交易成交量是10月6日的四倍多，是10月5日的七倍多。其中一个原因是交易拥挤（许多交易员作空大众股票）。然而，大众股票的价格行为并未结束。虽然大众股票的逼空由雷曼破产所致，但正如后续事件所示，它后期也可能被其他因素所触发。文章称，9月18日大众股价的大幅上涨可能与9月15日雷曼破产后的空头回补有关。

普通股可以要求获取公司剩余资产、未来股息、公司重大事项的投票权。许多对冲基金交易更复杂，不单单是做空普通股那么简单。相反，这些对冲基金做空大众普通股，买入优先股，因为它们相信随着保时捷对大众的部分所有权加大，大众普通股的投票权价值会下降。这些交易者押注于大众普通股与优先股的价格差异会减小。交易并未按照预期的进行。相反，价差扩大了，大众普通股价格上升，优先股价格下跌。[2] 空头在价差交易中遭遇两头损失：优先股价格持续下跌，普通股价格急剧上升。

后来事情更糟。2008年10月26日，周日，保时捷宣布增加持有大众公司股份到近75%。即使25%的股份仍可以用来交易，空头们还会面临惨重的损失。然而，25%的股份并非可以交易。这是因为德国下萨克森州持有大众公司20.1%的股份，这种股份在任何时候都不可能卖出，理论上就只剩下5%的股份可以交易。这是理论上的。有些大众股票（比如指数基金）的持有者不能卖出股票。[3] 在补仓的疯狂热

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

潮中，全世界的交易者哄抬大众股价。

2008年10月28日，彭博新闻社报道称，大众公司将很快成为全球市值最大的企业……

> “它上涨了485.01欧元，或93%，达到1005.01欧元，上午11时法兰克福交易中上涨55%……”[4]

这是一次巨大的波动。不过，要是所有的空头头寸像雷曼破产前那么大的话，股价可能涨得会更高。文章指出，空头持仓在全部流通股中占了13%（10月7日占比少于15%）。那么为什么大众有如此多的持仓？在保时捷宣布之前，做空者们有理由保持乐观，因为大众股票从之前提到的10月7日开始回跌，2008年10月20日暴跌23%。[5]除此之外，由雷曼兄弟破产引发的空头逼仓结束了。

在这场有史以来最大的经济危机中，即将到来的全球范围内的衰退、极度的不确定，还有恐慌买入，促使大众打败埃克森，成为世界上市值最大的公司。

不过，保时捷是怎么做到从整个市场上有效收购绝大多数大众股票而不为人所知的呢？

保时捷的声明对大众普通股股价产生巨大影响的部分原因，是大多交易者不知道保时捷持有大众股票看涨期权头寸。德国法律规定现金结算期权不需要公开披露。买入看涨期权也推动大众股价上涨，因为那些卖出期权给保时捷的可能要通过基于Delta中性交易买入大众股票进行风险对冲（这样股价上的小变化不会改变持仓量价值）。[6]随着大众股价上涨，银行需要买入更多的股票以保持对冲。这是一个正

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

反馈交易的案例。保时捷可能知道这将会或者说可能出现，并且有动力不断买入更多的看涨期权。

期权交易给保时捷带来颇丰收益。从 2008 年 8 月 1 日到 2009 年 1 月 31 日的 6 个多月中，保时捷从大众的投资中获益 68 亿欧元，远远超过同时期汽车销售额。[7] 确实，还有类似的事例。据《金融时报》报道，2007 年，保时捷从金融交易中赚取 36 亿欧元，是汽车销售所赚取的三倍。[8]

保时捷盈利的另一方是空头们遭受的损失。很多空头是对冲基金。有一位德国亿万富翁阿道夫·默克勒，他曾一度是德国最富的商人之一。不幸的是，大众空头头寸的巨额损失加上其他投资上的债务致使他在 2009 年 1 月 5 日的周一自杀。[9] 纽约市的一名联邦法官以美国法庭没有管辖权为由，驳回了对冲基金对保时捷 20 亿美元的索偿。[10] 对保时捷提出诉讼的对冲基金随后又在纽约州法院提起诉讼。2012 年 12 月诉讼被驳回，而且对冲基金同意不再提起上诉。[11] 图 7-1 是 2008 年大众股票的走势。

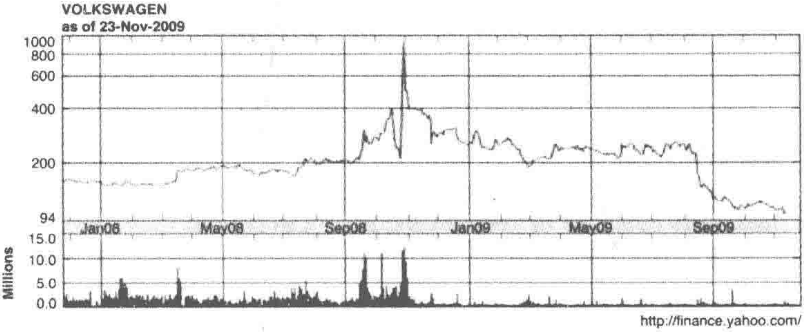


图 7-1 本图展示了大众因逼空行情而短暂成为全球市值最大公司的股价走势

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从几方面来看，保时捷与大众之战颇为有趣。偶然发生的第一次逼空是由于雷曼兄弟的突然破产。第二次逼空似乎是保时捷买入其期权头寸可预料到的结果。虽然预示这些改变的事件不同，但追涨杀跌的力量在两次的逼空中都很明显。保时捷与大众之战体现了交易的博弈性质。

鲸鱼受困

基于持有的大额头寸以及交易规模，交易大亨有时候被称为“鲸鱼”。这些巨额头寸常常很难退出而又不影响市场价格。“鲸鱼受困”指在头寸上有大量损失的交易大亨，被迫迅速开立一个或更多的安全头寸，但这又加剧损失。

1. 第二次股票市场“崩溃”

1987 年 10 月 19 日，美国股市崩盘，当日道指下跌 23%。期市更加惨重，标普股指期货下跌 29%。和 1929 年 10 月 28 ~ 29 日的股市崩溃造成股价下跌超过 24% 一样，1987 年 10 月 19 日的股市崩溃，众人皆知。

更少人知道美国第二次股市崩溃实质上发生在 1987 年 10 月份的最后几天。第二次印象深刻的崩溃发生在 1987 年 10 月 22 日的周四，标普 500 股指期货市场开盘价下跌 23% 左右，差不多是前几日股票市场的崩溃量。

1987 年 10 月 21 日，周三，1987 年 12 月交割的标普 500 股指期货合约以 258.25 收盘。周四开盘前，标普 500 股指期货市场传闻不断，包括交易大亨（据称是乔治·索罗斯）身陷困境。每个市场都

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有两个价：买入价和卖出价。开盘时，经纪人提出以每份合约230的价格卖出5000份合约。当时，标普500期货合约在交易池交易的最小波动价值为25美元，一大点的波动相当于合约价格波动500美元。报价以230的价格，相当于每份合约从前一日的收盘价贴现14 125美元。但是没有买方。设想一下，那天早晨，作为芝加哥商业交易所大厅标普500股指期货交易池的一名自营商，你会接受绝望时所出的报价吗？或者你会强迫他们给你比报价更低的价格吗？不管是220还是210都没有购买者。最终，市场开盘价为195/202，令人难以置信的7点价差，一手相当于3500美元，比周三时的收盘价低了约31 625美元开市。头寸以大量折扣形式卖出后，市场反弹，以244.50收盘。《巴伦周刊》1987年11月2日这期记录了这次事件：

> "……暴跌很可怕。正是索罗斯的困境，而非程序化交易推动市场崩溃。50点啊，20%。"[12]

《巴伦周刊》文章指出索罗斯遭受损失超过2亿美元。另外，导致下跌的仅仅是在交易大亨（据说是乔治·索罗斯）受困的传言下，市场对一笔5000份合约的卖出订单的反应。没有基本面信息，下跌以及之后的回升全都是交易者引起的。该案例中，交易者利用了遭受麻烦的交易大亨。图7-2显示了价格下跌的幅度。

该案例除了说明交易的残酷性外，还强调了程序化以及高频交易员们并非是利用大订单的唯一人群，多年来，人类已经这样做了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图 7-2 该图显示 1987 年 10 月间标普 500 股指期货价格的锐变。

2. 日元陡然升值

如前一例子所示，交易大亨遇到麻烦时，如果其他市场参与者相信他们必须被迫快速地卖出头寸，这可能会引起价格锐变。1998 年 10 月 7 日，美元对日元暴跌。当日一度下跌 12 日元，约 9.15%——对于发达国家的两种主要货币而言，是难以置信的当日内走势。同样地，没有基本面消息。实际上，日本央行担心日元的突然升值。这次走势完全是交易所致。同时期的新闻报道把下跌归因于日元利差交易的解除。还有两大对冲基金谎称，美国长期资本管理公司和老虎基金有大量的空头日元头寸而被迫平仓。《纽约时报》如下描述了美元对日元汇率走势：

> “美元对日元下跌 8.1%……由于对冲基金和其他投资者纷纷做空日元……”[13]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大众案例中，随之而来的股价飞涨迫使许多交易者空头平仓。前两个例子说明一个或多个交易大亨被迫在平仓上下注，预示着价格的大幅增长。同样，没有基本面原因，上涨纯粹是交易引起的。

3. Amaranth 交易惨败

Amaranth 是一个复合策略基金，其持仓主要是能源交易头寸。在 2005 年的能源交易中，Amaranth 赚取巨额利润。然而，2006 年，他们错误做多 2007 年三四月的天然气价差交易。价差两周内缩小了 1.39 美元，在市场了解到 Amaranth 陷入困境后，又下跌了 1 美元还多。《美国商业周刊》2006 年 9 月 16 日的文章报道：

> "……价差 64% 的下跌幅度开始减缓……但是在过去的 3 个交易日里，以超过 1 美元 / 百万英热单位崩溃。"[14]

换言之，在 Amaranth 被确定为是陷于困境的交易大亨后，价差减少 1.39 美元（因此交易损失）。可以说，价格中的很大一部分的变化是交易引起的，而不是新的基本面消息到来的结果。

4. 法国兴业银行

交易引起的突然的、急剧的价格变化在市场上一直不断，而且似乎变得更加频繁。这些变化在交易者身上强加额外的风险，并可能误导政策制定者。例如，当时新闻报道，2008 年 1 月被曝光时流氓交易员杰罗米·柯维尔造成法兴银行损失 14 亿法郎，他的头寸平仓后共损失 49 亿法郎。法国兴业银行又损失 35 亿法郎在摆脱流氓交易头寸上，是因为市场已经感知到某交易大亨深陷困境。可能的情况是，市场受到的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

间接伤害来自柯维尔事件，也就是欧洲股票价格的急剧下跌可能使美联储受到惊吓，导致 2008 年 1 月 22 日美联邦基金利率下调 75 个基点。

追涨杀跌的潜力为政策制定者提供了通过触发空头回补行情，或者其他的追涨杀跌，从而夸大政策行为影响力的方法。这意味着有时这些策略是有益的（来引发回升）。例如，2011 年 11 月 30 日，美联储和另外五家央行为提高美元流动性采取的联合行动，激发世界主要市场股价的补仓回升。

5. 摩根大通的“伦敦鲸鱼”

摩根大通在 2012 年 4、5 月份遭受的数十亿美元的损失，毫无疑问地反映了在某种程度上，市场参与者利用了陷于困境的交易大亨。2012 年 5 月 14 日，彭博新闻社报道了一位摩根大通的信用衍生品交易员：

> “……已经积累如此多的头寸，他正推动这个 10 万亿美元的市场波动……这位交易者可能在一个指数合约里建了 1000 亿美元的头寸……”[15]

应该强调一点，他本人不是流氓交易者，因为头寸是经他的上司同意的。

市场中的一个教训是，很少有交易者比市场强大。换句话说，很少有一个交易者能够长时间地推动价格运转。1995 年巴林银行流氓交易员尼克·李森尝试这样做，以失败告终。“伦敦鲸鱼”也不例外。这名交易者很快遭受到了巨大的损失，当其他交易者意识到并试图利用陷于困境的交易大亨时，损失增加：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

> “有迹象表明，在摩根大通（JPM）宣布自己面临 20 亿美元的信用衍生品交易损失后，交易者们正试图轧空它……”[16]

不出所料，开始的 20 亿美元交易损失（起初被归因于套头交易）激增至超过 62 亿美元。[17] 交易时，交易大亨有他的优势，但是船大难调头，也使其容易受伤害。

摩根大通董事会专家小组报告解释了这一事件，读起来很有意思。[18] 报告把巨额损失总结为：

> “……是许多行动和疏忽的结果，这些行为和疏忽有些是大型的，有些看起来很小，有些涉及人事管理，有些涉及管理结构，以上任何方面的改善都可能出现与现实不同的结果”[19]

报告提到了在回应交易者对银行大额信贷衍生品头寸担忧方面进行管理的失败问题。[20] 报告称有些问题早在 2011 年 12 月就提出来了。值得称赞的是，很明显，一位身份不明的交易者试图说服他银行的上司停止增加头寸量，并且承担 2012 年 1 月的损失，但是他没被允许这样做。[21] 如果传言是真，那么正是这位交易者的上司拒绝缩小亏损，才帮助创造出受困的鲸鱼。

只要一会儿

有时候，交易的目标是暂时推动价格来影响收盘价。收盘价可能决定交易员是赢还是输。这个动机在英国金融服务管理局向 Mr.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Goenka 作出惩罚裁定的案例中尤为明显。英国金融服务管理局（FSA）要求他支付一笔 6 517 600 美元的“金融罚款”，并支付给交易对手 3 103 640 美元的补偿金。[22] FSA 声称：

> “Mr. Goenka 下订单交易，人为地抬高了印度瑞来斯实业公司在全球存托凭证的收盘价，这对于 2010 年 10 月 18 日的在伦敦证券交易所交易的国际订单来说是指导性的交易。伦敦证交所结束拍卖的最后几秒，Mr. Goenka 在将要成交的股票中安排了一系列重大的、计划好的交易。下订单的目的是为了提高印度瑞莱斯实业公司在全球存托凭证的收盘价，超过某一水平。那时，Mr. Goenka 对冲了一种结构性产品，其费用取决于当日印度瑞莱斯实业公司在全球存托凭证的收盘价，通过提高收盘价，Mr. Goenka 在结构性产品条款下，成功避免了一笔 3 103 640 美元的损失。”[23]

尽管 Mr. Goenka 支付了金融罚款，但他并不承认做错了。他的律师辩解称 Mr. Goenka 没有参与市场滥用，只是依法“对冲了一个他面临很大风险的头寸。”[24]

投机冲击——“如果一开始没有成功”

据说，银行抢劫犯威利·萨顿回答他为什么抢银行时说：“因为钱放在那里。”类似的话可以解释为什么有时货币遭受冲击。为了保持往往不可能固定的汇率，央行制造一些可能的交易时机。这些时机

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

可以使交易者做其他交易者可能不会交易的方向，从而获得超额收益。如果央行成功保持钉住，投机者会因做空货币损失一点。如果央行没能钉住，投机者就大赚一笔。这些是众所周知的交易员觊觎的单边押注。

港元在货币局制度下是和美元挂钩的。在亚洲金融危机期间，固定汇率是 7.8 港元对 1 美元。货币局制度是被动的货币体系。当额外的美元流入银行体系时，就会印刷新的港元，当美元流出时就销毁新的港元。银行间的利率起到保持香港清算银行在香港金融管理局（香港实质上的央行）所持基金平衡的功能。大量港元的突然下跌将会减少总量平衡，极大提高银行间利率。利率的提高可能促使股价下跌。

1997 年 7 月 2 日，泰国推动泰铢兑美元贬值，一场货币危机迅速席卷马来西亚和印度尼西亚。就连新加坡也使新加坡元兑美元贬值。货币危机很快又扩散到亚洲其他国家，港元受到冲击。2007 年，韦伯的书中详细介绍了这次冲击。[25] 对冲基金开始抛售大量港元以打破和美元的挂钩。如期所料，利率上升，股价锐跌。1997 年 10 月 27 日，周一，动荡的股价波及美国，当日道指下跌超过 500 点，约 7%。1997 年 10 月 28 日，周二，美国股票市场收复大量失地。当对冲基金卖空港元并且再也借不来时，货币危机这一插曲中断。港元与美元间的联系汇率得以维持，香港货币局制度起作用了。

然而，香港付出的代价是一段时期内的高利率和动荡的股价。做空港元的对冲基金失败了，不过却从它们投机性攻击港元的失败中学到两点：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- 在试图打破联系汇率之前，应该储备更大量的港元用来做空。
- 通过做空股票或股指期货市场，对港元实行投机性攻击（即使联系汇率维持住）能够赚取巨额利润。

对冲基金通过在货币互换市场上借入 300 亿港元解决了第一个问题。这给它们提供了大量卖出的港元。还能在冲击开始后，使它们免于偿付借出的港元更高的利率。通过在冲击前做空恒生股指期货合约，它们解决了第二个问题。它们准备了最全面的金融战对抗香港金融管理局。借入百亿港元后，它们开始准备引导另一场对港元的冲击，代价是借入 300 亿港元的花费。香港金融管理局总裁任志刚当时这样描述：

> “很少人知道这次冲击的影响……我们估计外汇借款包括对冲基金在内已经超过 300 亿港元，每日利息约 400 万港元。它们还持有约 8000 空头合约，换种方式计算就是恒指每下跌 1000 点，它们就赚 40 亿港元。如果要在 1000 日内才能完成，它们只能盈亏平衡。如果在百日之内实现就能净赚 36 亿港元。它们只需要等待良机抛售港元，抬高利率，在股市引起动荡……”[26]

香港金融管理局意识到了什么是投机冲击，为了应对对冲基金，在股票现货和股指期货市场都采取了不同以往的干预手段。因为强有力的果断行动，它们给对冲基金以重创，也挫败了后来的类似行为。它们成功了，对股票现货市场的干预也最终证明对自己有利。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

伦敦同业拆解利率

芝加哥商品交易所列出了一些利率期货，包括3个月期的欧洲美元期货合约。欧洲美元期货合约为市场参与者提供在3个月期伦敦同业拆解利率（LIBOR）上进行投机或管理他们的风险敞口的机会。芝加哥商品交易所欧洲美元期货市场是世界上最大的利率期货市场，常常日交易100万到200万张合约。假定每张合约有100万美元的名义本金，这样每天总共有10 000亿到20 000亿美元。每日的交易量就说明操纵这个市场会很困难。这个盔甲的潜在薄弱链是该合约假定了决定清算价的银行之间并未串通起来。合约清算价为对主要银行调查的平均水平，考虑它们3个月期的伦敦同业拆解利率报价，去除最高利率和最低利率。不幸的是，芝加哥商品交易所信赖的提供3个月期LIBOR真实评估的一些主要银行，为了从交易中获利，已经调高或调低了它们的报价。巴克莱银行是第一家受指控的主要银行，而且因为企图操纵LIBOR支付4.5亿美元的罚款。2012年6月27日《金融时报》报道：

> “巴克莱是第一家，随后调查范围不断扩大，现已涉及10来家监管机构和20余家银行。”[27]

瑞银集团承认操纵伦敦同业拆解利率（LIBOR）和欧元同业拆解利率的丑闻，同意支付近15亿美元罚款。[28]与以往的捕食交易的案例不同，LIBOR固定利率丑闻不需要通过追涨杀跌来达到预期的价格。此外，对大多数市场参与者而言，他们察觉不到市场冲击。不过，和

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

先前的市场滥用案例一样，LIBOR 固定利率丑闻破坏了市场的公正性和市场价格的可信性。

猎杀止损

以前，交易池常常被控猎杀止损——在一个方向大批下单，短期推动价格运行。猎杀交易者的方法之一就是猎杀止损。尽管很多高频交易活动是服务于做市，但有些高频交易的运算法则实质上是掠夺性的。

猎杀止损的意思是买入或卖出一种证券，目标是推动其朝止损单集中的价格运行。方法是触发止损单，以此从暂时的价格扭曲中收益。当大量止损单被触发后，价格扭曲可能出现。

交易者倾向于在某突破点设置止损单买入或卖出，有些止损单能够被预测到。有些止损单很容易被预测到，是因为它们往往在关键技术面的支持位或阻力位附近。有些不容易预测到，例如，2007 年 10 月 9 日，道指收盘点位为 14 164 高点，很多技术面投资者会把 14 164 作为能够多次经受市场测试的关键阻力位。如果该阻力位置被突破（只是一点点），即预示指数会大涨。做空市场的交易者可能设置止损单，在阻力位 14 164 稍上位置买入（买入止损单）。

然而，如果交易者能够预测一系列的止损单，他们能够通过设置止损单赚钱，买入止损常常设置在高于一般认为的阻力位，这样做是因为其他交易者引发止损单时可能触发“假突破”。当阻力位（支持位）只是暂时被突破，随后又恢复到在位置之上（之下）时，假突破发生。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

因此如果某人预测达到20美元时会有大量买入单购买这只股票，现价是19美元，他需要推动价格上扬（例如，买入股票或散播谣言）直到价格达到设置止损单的20美元。假如20美元时有大量的买入止损，这些止损就会设置自动大量买入，从而推动价格暂时上涨，而交易者大赚一笔。换句话说，买入止损聚集在特定价格，推动价格朝向特定价格可能引发看涨杀跌，导致价格暂时走高。

知情交易

2008年4月29日，《金融时报》报道，英国金融服务管理局声称，英国28.7%的并购交易公告“以知情的价格走势为先导（2007年），2005年为23.7%。”FSA报告辩解称有两种类型的知情交易：“合法的”，在并购交易公告中占了10%；“异常的”，占了18.7%。后者包括内部交易。假设在美国内部交易在并购交易中所占的比重和英国的一样，这就意味着美国证券交易委员会单就并购交易方面应该进行更多的内部交易指控。可是，美国证券交易委员会2007年从所有线索中只发起了50起内部交易调查。SEC网站指出该机构“2011财政年度有57次内部交易行为，针对124名个人和集体，比上一财政年度在数量上增长了近8%。”[29] 为什么不是更多？只有那些不幸运的或者哑巴才因内幕交易被起诉吗？

贝尔斯登看跌期权

第2章“五个简单的问题”讨论了2008年3月贝尔斯登公司的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

破产。3 月 14 日，周五，贝尔斯登股价急剧下跌。周末，被迫出售给摩根大通（起初是每股 2 美元，后来增至 10 美元），预示着 2008 年 3 月 17 日，周一金融股市的暴跌。那些前一周做空贝尔斯登的赚钱，而周末做多贝尔斯登的赔钱。

另外，如果是真的话，贝尔斯登深陷困境的一个体现是深度虚值的贝尔斯登股票看跌期权。芝加哥期权交易所当时有行权价为 30 美元、2008 年 3 月到期的贝尔斯登看跌期权。无论谁在贝尔斯登破产前购买它的看跌期权都会获得巨额收益。假设当时股票是 60 美元，而一家大型公司在数日内价值损失 1/3 ~ 1/2 的可能性接近为零，这使得购买看跌非常便宜，类似于买彩票。买彩票是有意思的事，但多数人不会投资成千上万美元在这样的押注上。不过，要是切斯尼（Chesney, 2012）等人的学术研究是正确的话，有些人的确押注了。在这项有趣又刺激的研究中，切斯尼声称深度虚值期权中的知情交易加速了贝尔斯登的破产。他们认为 3 月 30 日到期的看跌期权的未平仓合约在 3 月 10 日和 11 日大幅增加，2008 以及随后 3 月 30 日看跌期权的运行促使“净收益超过 5 千万美元。”[30] 他们这样说道：

> “3 月 17 日……股票下跌近 85% 到 2.86 美元，导致看跌期权价值升至 27.14 美元。”[31]

在类似事件之前，切斯尼等人研究了很多看跌和看涨期权中的其他的知情交易。

可以确定的是，看跌期权有利可图的事实，并不意味着存在什么促使贝尔斯登破产的宏大阴谋，也并不意味着看跌期权的购买者知道

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

贝尔斯登贱卖给摩根的情况。可能的情况是，看跌期权的购买者简单地认为，贝尔斯登在回购市场的融资能力将迅速恶化，其股价也将大幅走低。正如第 10 章“避险”中讨论的那样，贝尔斯登信用违约掉期在其崩溃前大幅上涨，也暗示了前述猜测。也就是说，如此多的贝尔斯登看跌期权在大多数情况下原本最终会一文不值，而贝尔斯登破产前购买看跌期权也通常被看作是项糟糕的交易，因此看跌期权的这一情况着实令人混乱。一个有趣的推断是，看跌期权的购买者可能是在其他情况下常常通过回购市场向贝尔斯登提供资金的人。

道琼斯公司

请思考 2007 年 4 月道琼斯公司股票和股票期权交易的案例。道琼斯公司是一只交易清淡的股票。2007 年 4 月 25 日，道指的看涨期权量飙升，3029 份合约达成交易，2007 年 4 月之前的任何一个交易日看涨期权的最大量才有 728 份。20 天的平均交易量也只有 309 份合约。2007 年 4 月 30 日是 4335 份看涨期权。9 月到期、行权价为 45 美元的看涨期权是最活跃的，在过去的 11 分钟的交易时间里，3464 份看涨期权价格在三四十美分 / 股。

2007 年 5 月 1 日上午 11 点 13 分，财经媒体报道新闻集团以每股 60 美元的价格收购道琼斯公司。主动竞购意味着，相对于 37.12 美元的开盘价，将近溢价 23 美元。不出所料，预期收购的消息让股票股价一度跃升至 57.28 美元，最终以 56.20 美元收盘。9 月到期、行权价为 45 美元的看涨期权价格在新闻集团宣布以每股 60 美元的价格收购消息后，于 2007 年 5 月 1 日猛增超过 14.5 美元，最终以 12 美元收盘。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在 2007 年 5 月 1 日的声明宣布后不到一周，美国证券交易委员会指控一对香港夫妇涉嫌内幕交易。这对夫妻在消息公布两星期前购买了约 41.5 万股道琼斯公司股票。2007 年 5 月 4 日，他们卖出股票，赚了 8100 万美元。

随后调查显示，道琼斯公司香港董事李国宝曾将计划透漏给朋友梁启雄，梁启雄又把消息透漏给女儿王梁家安和女婿王勤竞。2008 年 2 月初，美证监会通过协议：李国宝 8100 万美元罚款；王梁家安 8100 万美元罚款和 8100 万美元非法盈利；王勤竞 4 万美元罚款和 4 万美元非法盈利。[32] 没有人承认犯错了，所有的交易者都是在股票现货市场。不过，到目前为止，并未引发声明公布前道琼斯公司看涨期权内幕交易的诉讼，那么是谁买入了道琼斯公司的看涨期权？

交易教训

多数交易者买入头寸，是希望价格朝着使他们交易盈利的方向发展。掠夺性交易者买入头寸，试图推动价格朝着使他们交易盈利的方向进行。虽然多数价格是由供需关系决定的，本章的案例说明掠夺性交易时有发生。有些是靠投机取巧，因为当交易大亨陷于困境时，交易者会采取行动。交易者之间自相残杀。有些是事先计划的，例如对货币的投机性冲击。它们对价格的影响通常是巨大且短暂的。如果看涨杀跌交易能够通过引发止损单、追加保证金或者动态套期保值交易来激起，掠夺性交易对市场价格的影响就会被放大。有时候掠夺性交易者的行为会产生严重的附带伤害，这在 1997 年和 1998 年间投机冲击对港元的影响中

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表现明显，中国香港和美国的本土利率和股价都受到影响。

贝尔斯登、雷曼兄弟、美国国际集团、房利美公司和房地美公司的破产和曾经经营这些公司的高管们的笑柄一起广为流传。在全球金融危机爆发前，很多高管们由于自身的经营才能而大受赞扬。确切来说，这些主管要承担责任。很多情况下，这些公司承担了太多的风险。不过，其他市场参与者（有时候包括监管者）常常会帮助促成破产。虽然他们在公司倒闭后不至于赤贫，很多高管们失去了巨额的个人财富，这些是和公司的成功联系在一起的。

金融市场的历史和所有的历史一样，是从赢家的角度撰写的，至少是从幸存者角度来撰写。人们有一种很自然的倾向是对这些公司破产的高管的决定和行为进行诽谤、嘲笑或戏弄。这很容易理解发生了什么，但也歪曲了事实。政策制定者的失误往往被掩饰或忽略。这是不幸的，因为它模糊了在破产和直接后果中实际上发生了什么。为了了解交易时机和事件附带的风险，明白到底发生了什么是重要的。2007 年开始的全球金融危机也不例外。

在金融市场，非法利用内幕消息一直是个问题。市场参与者应该希望它继续存在。我们生活在一个不完美的世界，没人可以和内幕消息对抗，特别是处于危机时。

有些投机价格的剧烈变化和新基本面消息或噪声交易没有联系。相反，这些变化反映了利益最大化的交易者可预测的行为，他们善于利用转瞬即逝的盈利机会或者有瑕疵的市场微结构。在一项有趣的学术研究中，Carol Osler 和 Tanseli Savaser（2009）称：

“竞价交易潜在意义上是极端利润的主要来源，并且可

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

能是金融收益中超额峰度的重要来源。"[33]

这意味着交易者不能只关注潜在的新闻事件，要去寻找价格剧烈波动的催化剂。有些最大的价格波动可能是交易本身由于看涨杀跌交易引发的。

另外，投机者的行为往往因为突然引发或激化金融危机而受指责。很多的这种指责是不正确的。多数情况下，做空者只是向市场传递相关信息。任何人在金融领域寻找白马骑士都应有长期的研究计划。

尾 注

1. Xydias, A., "Volkswagen Can Thank Lehman, Hedge Funds for Gains." *Bloomberg News*, October 7, 2008. http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=newsarchive&sid=aPGIxA0kTzl8&refer=home.
2. *Ibid.*
3. *Ibid.*
4. *Ibid.*
5. *Ibid.*
6. Delta 用以衡量标的股票每波动 1% 时看涨期权价格的运行幅度。Delta 为 0.5 时，表示拥有 50 股大众股票足以对冲一份看涨期权，这一看涨期权赋予持有者以行权价买入 100 股大众股票的权利。Delta 的绝对值与行权概率有关。Delta 上涨，银行就要买入更多股票，因为行权变得更为可能。然而，卖出大众公司股票期权的银行对大众公司股票的购买行为可能推动股票价格涨得更高，以致于银行为了对冲风险就要买入更多大众公司股票。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

7. Wiesmann, G., "Volkswagen Windfall Gives Porsche Fourfold Lift." *Financial Times*, April 1, 2009. http://www.ft.com/intl/cms/s/0/01e2f1ac-1e57-11de-830b-00144feabdc0.html#axzz2Cv4vwN8l.

8. Lex, "The Speedy Option." *Financial Times*, October 22, 2008. http://www.ft.com/intl/cms/s/0/66387882-9fd3-11dd-a3fa-000077b07658.html#axzz2Cv4vwN8l.

9. Wilson, J., "Spirit of Risk that Led to the Rise and Fall of Merckle Empire." *Financial Times*, January 7, 2009. http://www.ft.com/intl/cms/s/0/4c94ed8e-dc5a-11dd-b07e-000077b07658.html#axzz2Cv4vwN8l.

10. Ahmed, A., "Judge Dismisses Hedge Funds' Case Against Porsche." *New York Times*, December 30, 2010. http://dealbook.nytimes.com/2010/12/30/judge-dismisses-hedge-funds-case-against-porsche/.

11. Frankel, A., "Hedge Funds Dodge Morrison in State-Court Case Against Porsche." Thomson Reuters news & Insight, August 9, 2012. http://newsandinsight.thomsonreuters.com/Legal/News/2012/08_-_August/Hedge_funds_dodge_Morrison_in_state-court_case_against_Porsche/.

Dolmetsch, C., "Porsche Says Funds Decide Against Appealing N.Y. VW Case," *Bloomberg News*, February 1, 2013. http://www.bloomberg.com/news/2013-01-31/porsche-says-funds-agree-to-end-new-york-court-suit.html

12. *Barron's*, "A Bad Two Weeks—A Wall Street Star Loses $840 Million." November 2, 1987.

13. Fuerbringer, J., "The Markets: Currencies; Dollar Drops 8% in Day Against Yen." *New York Times*, October 8, 1998. http://www.nytimes.com/1998/10/08/business/the-markets-currencies-dollar-drops-8-in-day-against-yen.html.

14. Holland, B., "Are There More Amaranths Lurking?" *Bloomberg Businessweek*, September 19, 2006. http://www.businessweek.com/stories/2006-09-19/are-there-more-amaranths-lurking-businessweek-business-news-stock-market-and-financial-advice.

15. Ruhle, S., B. Keoun, and M. Childs, "JPMorgan Trader's Positions Said to Distort Credit Indexes." *Bloomberg News*, April 6, 2012. http://www.bloomberg.com/news/2012-04-05/jpmorgan-trader-iksil-s-heft-is-said-to-distort-credit-indexes.html.

16. Childs, M. and S.D. Harrington, "JPMorgan Losses Spark Frenzy in Swaps Indexes: Credit Markets." *Bloomberg News*, May 14, 2012. http://www.bloomberg.com/news/2012-05-14/jpmorgan-losses-spark-frenzy-in-swaps-indexes-credit-markets.html.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

17. McLaughlin, D., "JPMorgan Turned CIO into Prop-Trading Desk, Pensions Say." *Bloomberg News*, November 21, 2012. http://www.bloomberg.com/news/2012-11-21/jpmorgan-turned-cio-into-prop-trading-desk-pensions-say.html.

18. JP Morgan Chase, "Report of JPMorgan Chase & Co. Management Task Force Regarding 2012 CIO Losses." January 16, 2013. http://investor.shareholder.com/jpmorganchase/events-files.cfm.

19. *Ibid.*

20. *Ibid.*

21. Gimen, M., "From the Belly of JPMorgan, a Closer View of the Whale Trade," *Bloomberg News*, January 16, 2013.

22. FSA, Final Notice, October 17, 2011. http://www.fsa.gov.uk/pubs/final/ramesh-kumar_goenka.pdf.

23. *Ibid.*

24. Fortado, L., "U.K. FSA Fines Dubai Investor Goenka Record $9.6 Million." *Bloomberg Businessweek*, November 10, 2011. http://www.businessweek.com/news/2011-11-10/u-k-fsa-fines-dubai-investor-goenka-record-9-6-million.html.

25. Webb, R., *Trading Catalysts—How Events Move Markets and Create Trading Opportunities*, Upper Saddle River, New Jersey: FT Press, 2007.

26. Joseph Yam, Hong Kong Monetary Authority, "Coping with Financial Turmoil." *Inside Asia Lecture 1998*, Sydney, Australia, November 23, 1998.

27. Masters, B. and C. Binham, "Barclays Fined a Record £290 M." *Financial Times*, June 27, 2012. http://www.ft.com/intl/cms/s/0/2a4479f8-c030-11e1-9867-00144feabdc0.html#axzz2Cv4vwN8l.

28. Ridley, K. and S. Slater, "Lawsuits Cast Darker Shadow Over Banks than Fines." *Reuters News*, December 21, 2012. http://www.reuters.com/article/2012/12/21/us-banks-libor-lawsuits-idUSBRE8BK0OF20121221.

29. Securities and Exchange Commission, SEC Enforcement Actions, Insider Trading Cases—accessed November 17, 2012. http://www.sec.gov/spotlight/insidertrading/cases.shtml.

30. Chesney, M., R. Crameri, and L. Mancini, "Detecting Informed Trading Activities in the Options Markets: Appendix on Subprime Financial Crisis." (July 3, 2012). Swiss Finance Institute Research Paper No. 11-38. Available at SSRN:

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

http://ssrn.com/abstract=1931639 and http://ssrn.com/abstract=1931639 or http://dx.doi.org/102139/ssrn.1931639.

31. *Ibid*.

32. Scheer, D., "David Li Settles with SEC in Dow Jones Trading Case, People Say." *Bloomberg News*, February 2, 2008. http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=newsarchive&sid=acMxQvDFPCXM&refer=home.

33. Savaser, T. and Osler, C. L., "Extreme Returns without News: The Case of Currencies." (February 16, 2009). Available at SSRN: http://ssrn.com/abstract=1344854 or http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1344854.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

|第 8 章|

黑天鹅时刻六：崩盘与乌龙指

“社会主义者认为盈利是罪恶的，我认为亏损才是罪恶的。”

——温斯顿·丘吉尔[1]（Winston Churchill）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价格突然的、剧烈的变化在金融市场时有发生。许多价格走势都反映了市场对消息的反应，都是可以利用金融理论预测到的。然而，有些最极端的价格变动——用流行语说类似于“黑天鹅”，更多反映的是交易者的行为或者市场结构的设计缺陷，而非新基本面消息的影响。讽刺的是，这意味着市场中一些最大的波动实际上就是场错误。这些交易诱导出“黑天鹅”对市场参与者以及政策制定者有重要的含义。尽管这些变化不可预测，但如此剧烈的价格波动的潜力可能会影响你的交易方式。本章讨论从这些事件中吸取的教训。

2010 年 5 月 6 日的“闪电崩盘”

如果 20 分钟内损失 8620 亿美元，你会怎样？[2]

2010 年 5 月 6 日，标普 500 迷你股指期货市场中一笔巨额的自动卖单引发股指期货价格的暴跌，并很快扩展到个股。抛售从一个市场迅速转移到下一个市场，以戏剧性的方式阐明了美国股票和股票衍生品市场间的关联性。不仅大盘急剧下跌，成千上万的个股也受到迅速的打击。

在闪电崩盘发生前，股市已经严重下跌，这更加剧了股价下滑。2010 年 5 月 6 日的闪电崩盘见证了道指在不到五分钟的时间里下跌超过 600 点，却在数分钟内回收大部分失地。美国股市总值的约 6% 在短时间内莫名其妙地蒸发掉，又在随后的几分钟内收回。当你消化了市场已经大幅下跌的事实，情况会变得更糟。当日低点时，市场已下

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

跌 998.5 点，为历史最大单日下跌点。[3] 商品期权交易委员会和证券交易委员会联合工作小组对这一事件做出解释并讲述了当日事件：

> "2010 年 5 月 6 日，许多美国本土股票经历了离奇暴跌和反弹。当日下午，期货市场和证券市场的主要股指都比前一日的收盘价下跌 4%，然后在几分钟内又突然下跌 5% ~ 6%，不久迅速反弹。
>
> "大多数交易的个股和 ETF 基金在短时间内遭受了类似的价格下跌和回升，起初下跌 5%，10% 甚至 15%，然后收复大部分失地。然而，一些股票经历了更严重的价格波动，有上涨有下跌。针对超过 300 只股票进行的 2 万多次交易的执行价格比数分钟前的价格高出或者低出 60%。更糟糕的是，有些交易执行在 1 美分 / 股甚至更低，最高在 10 万美元 / 股，之后股价又回升到崩盘前的价格水平之上。"
>
> "当日收盘时，主要的期货和股票指数回升至较前一日收盘价下跌约 3% 的位置。" [4]

美国证券交易委员会和商品期权交易委员会联合工作小组的报告将下跌归因于某基本面交易员的一份订单。他在没有价格和时间限制的情况下，卖出 75 000 张标普 500 迷你股指期货合约。所以无论价格有多低，交易者会继续抛售直到全部头寸被清算。当交易量增加时，交易者利用算法增加卖单数量，从而冲击市场。因此，如果市场活动剧烈，交易者会卖出更多——这种情况会加速崩盘。这是因为大型卖单造成买单与卖单间的不平衡，引发价格的大型调整。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

美国证券交易委员会和商品期权交易委员会联合工作小组报告阐述了这一事件：

> “5月6日对市场而言是非同寻常的动荡的一天。下午1点左右，市场广泛的消极情绪已经影响部分个股波动价格的回升……到下午2点半，标普500波动率指标（VIX）较开盘位上涨22.5%，十年期国库券收益下降，因为投资者忙于‘转向安全资产’，抛售压力迫使道指下跌约2.5%……下午2点32分，在非同寻常的高波动性和弱流动性的背景下，一名大型基本面交易者（共同基金企业）发起了一项出售计划，卖出75 000张标普迷你股指合约（价值约41亿美元），用以对冲现存的股票头寸，方式是自动成交算法（“卖出算法”），这一算法被写入程序自动委托下单，订单与前一分钟的交易量有关，但是没有价格和时间限制。然而，5月6日时市场已经饱受压力，在短短的20分钟内，卖出算法迅速且极端地执行了出售计划。”[5]

报告称高频交易者（HFTs）、基本面期货交易者和跨股票期权和期货市场套利者提供了最初的流动性。不过，当高频交易公司达到它们相对较小的最大库存水平时，它们开始卖出。这增加了基本面交易者卖出算法的卖出订单比率，反而加速了抛售。[6]如果很多高频交易公司充当做市商，来自基本面买家的真实订单流的缺乏将导致高频交易公司相互卖出，而不会极大增加他们整体持仓。实际上，报告称，尽管高频交易公司交易了成千上万张股指期货合约，但也只增加了200

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

张合约的净持仓。高频交易者并未对订单失衡起到缓冲作用，只是在一路下跌中做市，并没有增加风险。计算机原本是有能力快速运行以避免闪电崩盘的。美国证券交易委员会和商品期权交易委员会工作小组报告记述了价格行为：

> “大型交易者利用卖出算法回应增加的交易量，它们不断地向市场委托下单，且速度持续增加，尽管市场并未完全消化。来自算法、高频交易者和其他交易者的共同抛售压力驱使迷你股指期货合约价格在下午 2：41 分开始到 2:44 分结束的四分钟内下跌了约 3%。同一时间买入迷你股指期货合约的跨市场套利者开始在股票市场卖出等量股票，致使 SPY [㊀]价格也下跌约 3%。
>
> 由于基本面买入者或跨市场套利者依然缺乏足够的需求量，高频交易者很快开始买入，然后互相卖出合约——造成“烫手山芋”交易量效应，同一批头寸极速地被传来传去。2 点 45 分 13 秒到 2 点 45 分 27 秒，高频交易者交易了 27 000 张合约，占总交易量的 49%，净买入合约只有 200 张。随着流动性的消失，迷你股指期货价格在 15 秒里再次下跌 1.7%，达到日内低点 1056 点。从 2:41 到 2:45:27 这 4 分钟的时间里，迷你股指期货价格下跌超过 5%，SPY 下跌超过 6%。”[7]

芝加哥商业交易所停止交易 5 秒后，股指期货价格冲击结束。[8]

㊀ 追踪标普 500 指数的 ETF。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股指期货价格冲击终止是因为交易停止。然而，那时候抛售已经蔓延至股票现货市场，造成了短期的严重下跌。美国证券交易委员会和商品期权交易委员会工作小组报告称：

> “下午 2 点 40 分到 3 点之间，约 20 亿股总价值超 560 亿美元的股票交易。超过 98% 的股票在下午 2 点 40 分时的价格上下 10% 附近得到执行。不过，随着大量个股和 ETF 基金的流动性消失，在市场上卖出（买入）的参与者看不到任何买入兴趣（或卖出兴趣），导致交易以不合理的价格进行，成交价低至一美分，高的达到 10 万美元。这些交易的出现都是由于所谓的无成交意向报价，一般是由做市商（或代表他们利益的交易所）提供，为了满足双方报价契约，许多股票出现严重混乱……到下午 3 点，大多股票已经恢复交易，价格反映了真正的共识价值。然而，在 2 点 40 分至 3 点的 20 分钟交易时间里，涉及 300 多种证券的 20 000 多次交易（很多是基于零售订单）以偏离其 2 点 40 分时价值 60% 以上的幅度被执行了。”

所有出现极端价格的交易随后都被取消。然而，闪电崩盘的出现这一事实让很多观察者怀疑系统为何如此脆弱。一名交易者能引发如此大的经济破坏吗？从个案考虑，它也揭露了开放限价指令或止损指令的危害。这样巨大而短暂的下跌导致很多人被止损出局，而这些交易本身可能是有利可图的——随后他们眼睁睁看着价格在几分钟内又反弹上来。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

交易教训

我们从 2010 年 5 月 6 日的闪电崩盘能学到什么？

- 高频交易公司没有引发此次崩盘，也没有帮忙阻止。
- 指定做市商的缺失意味着市场很大程度上依赖于限价买入指令，依赖于基本面买家进入市场，或者套利交易者提供流动性。如果一连串的抛售冲击了市场，高频交易公司就不会在危机中提供充分的流动性。正如 CFTC-SEC 报告所指，高频交易公司在价格开始下跌后只在头寸上增加了 200 张迷你股指期货合约。
- 尽管高频交易公司避免了最坏的冲击，但一连串抛售的机械性显而易见，事实上交易终止 5 秒钟就足以阻止冲击。在死亡漩涡暂时停止后，漩涡本身也被破坏。
- 虽然暂停交易阻止了股指期货价格进一步下跌，促使其回升，但股票现货市场上股价仍继续下跌。市场是相连的，不过它们可能不会同步波动。
- 尽管许多交易被取消，但由于设置了许多止损单，一连串的抛售引发了额外跌势。
- 颇为讽刺的是，市场中开放的止损指令可能是危险性的。

其他闪电崩盘

遗憾的是，2010 年 5 月 6 日的闪电崩盘并非一次性事件。2011 年，商品期货市场发生了更迅速影响更大的崩盘事件。例如，2011 年 3 月 1 日，洲际交易所 5 月份交割的可可期货在不到一分钟下跌 12.5%，结果迅速反弹，并且当日以上涨 2.5% 收盘。类似 2010 年 5 月 6 日的崩

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

盘，推定的元凶就是巨额卖出订单。急速下跌和紧接着的反弹导致洲际交易所官方取消交易，这和股价中出现闪电崩盘的后果非常相似。

与 2 月 3 日的 3 月份糖期货价格在仅仅一秒钟内下跌近 6% 相比，可可价格下跌还算慢的。据推断原因是算法交易。2011 年 6 月 8 日，纽约商业交易所 6 月份交割的天然气期货价格在盘后交易突然下跌超过 8%，结果在几秒钟时间内恢复。算法交易再次遭到指责。

突发的、难以预测的价格波动在世界上最大的市场——货币市场也出现过。货币交易的本质意味着一种货币汇率的下跌，也意味着与之交易的货币升值。2011 年 3 月 11 日日本东北部的地震和海啸以及随之而来的福岛核事故预示着一次巨大波动。2011 年 3 月 17 日，在回落前不到半小时内日元对美元突然下跌 4.6%。推定元凶为自动止损交易。一些观察者认为日元突然急剧下跌是其中一个主要因素，预示着 2011 年 3 月 18 日 7 国集团央行干预货币市场。尽管日元本质上升值（或者同样的，美元贬值）在短时期内发生了类似闪电冲击，但与股市闪电崩盘不同，日元交易没有被取消。

1987 年 10 月 19 日股市冲击

正如 1929 年 10 月和 1987 年 10 月股市冲击清晰表明的那样，冲击并不局限于股票和期货电子交易。然而，过去的市场冲击和最近的闪电崩盘有某些相同之处。例如，1987 年 10 月 19 日，周一，以标普 500 股指体现的美国股市下跌 23%，而股票期货市场下跌近 29%。图 8-1 是复制于 1988 年总统工作组市场机制报告，显示的是标普 500

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股指从 1982 年 8 月开始上涨到 1987 年 8 月达到高点的牛市。1987 年 10 月的股价冲击显而易见，不过，引起冲击的原因还不知道。[9] 当日下跌在尼古拉斯·布雷迪主持的总统工作组报告中重新提及：

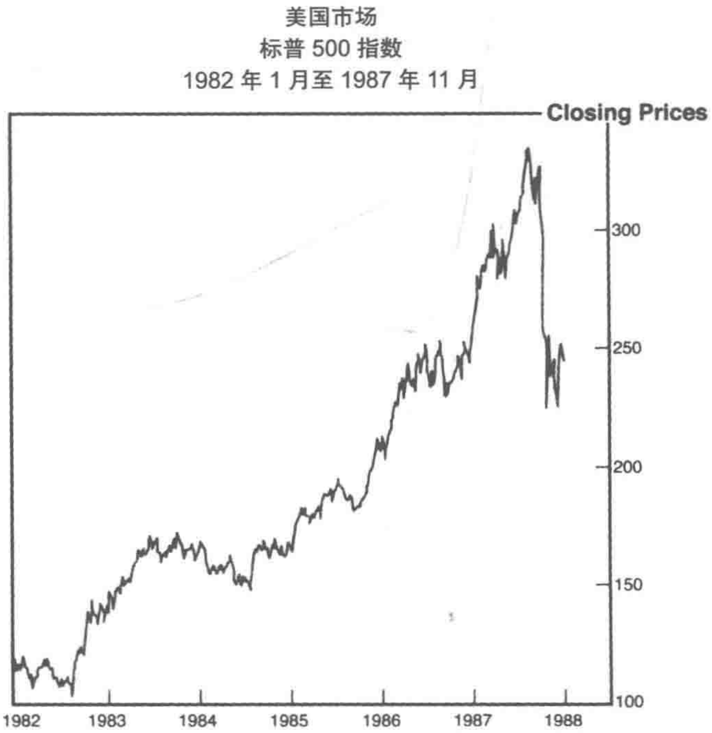


图 8-1　本图显示的是 1982 ~ 1987 年美国股票牛市（复制于 1988 年总统工作组市场机制报告）

“所有人称 10 月 19 日，周一可能是美国股市历史上最糟糕的一天。截至收盘时，道指下跌 508 点，近 23%，成交量为 6.04 亿股股票的价值不到 210 亿美元。更糟糕的是，标普 500

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

期货下跌 29%，总成交量为 16.2 万张合约，价值 200 亿美元。”

> “记录的成交量集中在相对较少的机构……少量投资组合保险公司和共同基金对于周一抛售压力的影响更引人注目。由于纽约证券交易所成交总价值低于 210 亿美元，三家投资组合保险公司的卖出程序只占了不到 20 亿美元。一些共同基金整体抛售的个股占了另外 9 亿美元。这些抛盘的 90% 是由一个共同基金团体成交的。在期货市场，投资组合保险公司的抛盘占据了相当于价值 40 亿美元的股票或 3.45 万合约，相当于超过 40% 的期货成交量，不包括自营商；仅三家保险公司就完成了 28 亿美元……尽管投资组合保险公司的卖出压力很大，但是对于它们模型的公式来说只是卖出的一小部分。”[10]

换句话说，只有少量的市场参与者对当日抛售负有责任。另外，抛售开始后，一些市场参与者（例如投资组合保险公司）疯狂对冲头寸的举动加速了价格的下跌。另外，如果不是未能终止投资组合保险公司所要求的交易，抛售会更严重。股票买方与卖方间的拔河赛有指导性意义，而且如果你只是关注收盘价的变化或当日价格幅度的话，就会错过这波走势。盘中价格走势如图 8-2 所示（标普 500 股指和 1987 年 12 月标普 500 股指期货价格的一分钟走势图，在工作组的报告中显示为图 22）。该图也指出股指期货成交量的一部分是和投资组合保险公司策略有关的。该图显示，下破之后，市场在很短时间内保持了稳定，随后继续下跌，然后又相对稳定了两个小时。之后重新下跌、上涨、急剧下跌、上涨、再次下跌。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

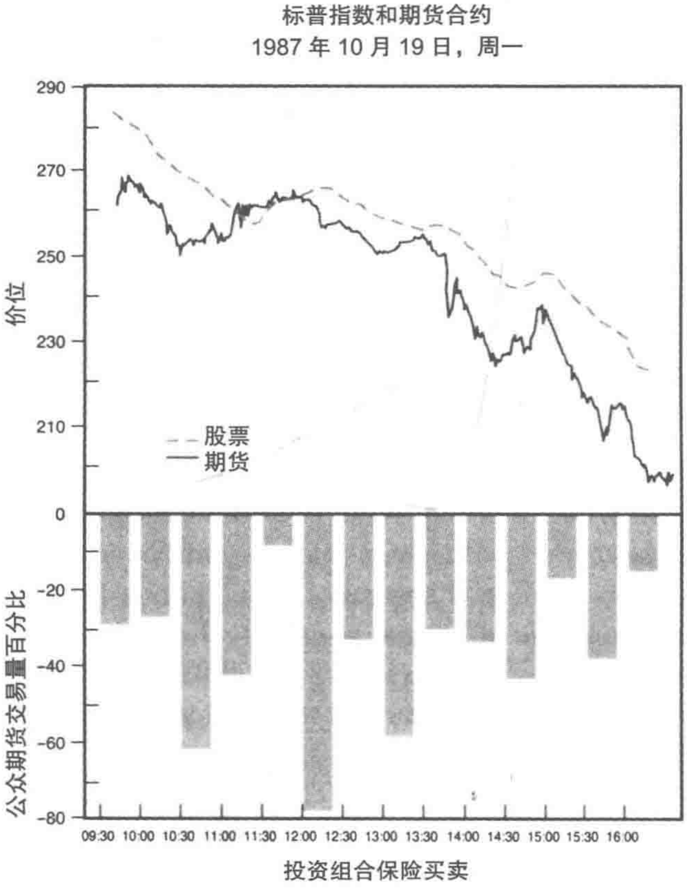


图 8-2　本图显示的是 1987 年 10 月 19 日标普 500 股指和 1987 年 12 月份交割的标普 500 股指期货合约的日内价格走势。

问题在于最终价格的波动幅度并不快速。虽然一整天都处于较低水平，但价格曾不断地试图反弹。不出所料，图 8-3 显示道指呈现出相似的走势（道指 1 分钟图走势，布雷迪调查报告中图 23）。图 8-3 也描述了 1987 年 10 月 19 日来自指数套利和直通程序的纽约交易所

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

部分交易量。

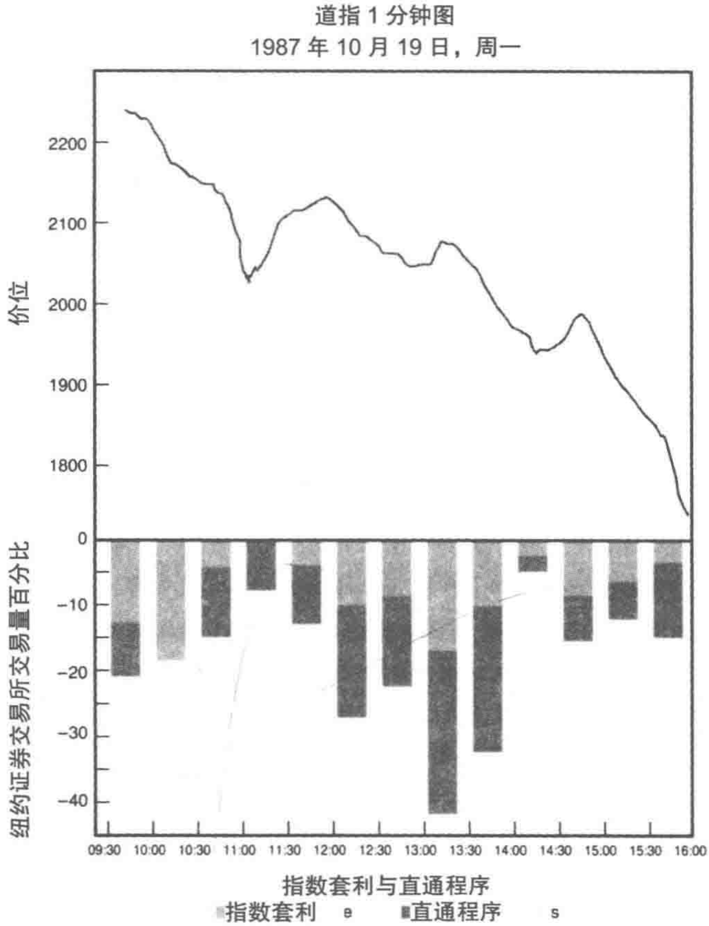


图 8-3　本图显示的是 1987 年 10 月 19 日道指日内走势

2010 年 5 月 6 日的闪电崩盘和 1987 年 10 月 19 日周一的股市冲击，无论是在价格下跌的持续时间上或是幅度上都没有共同之处。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1987 年的冲击与 2010 年的闪电崩盘相比，市场下跌的更严重，持续时间更长。不过相同之处在于，即使不是“机械式价格集中抛盘”触发了这两次冲击，也一定恶化了它们。这种情况下，机械式价格集中交易并不一定指机械本身，而是指以任何价格不顾一切地要卖出。

其他股市冲击

1987 年 10 月的股市冲击并不局限在美国股市。相反，全球股市都急剧下跌。布雷迪调查报告记述了 10 月 19 日，纽约开盘交易前国际市场的状况如下：

> “在东京，日经指数相当于美国的道指，下跌 2.5%。伦敦的投资者疯狂卖出股票，到中午时，股市指数下跌 10%。伦敦市场上美国股票的抛盘受到一些美国共同基金经理的抑制，他们试图战胜预期在纽约证券交易所出现的抛盘，于是在伦敦市场仅少量做空，一家共同基金集团在伦敦市场只卖出了价值不足 9000 万美元的股票。”[11]

美国市场的下跌引发了同一时间开盘的其他市场的下跌，以及当它们在 10 月 20 日周二重新开盘时亚洲和欧洲股市的下跌。图 8-4 显示的是英国、美国和日本股市（发表在布雷迪调查报告 II-3 页图 1.1）1969 到 1987 年间美国、英国和日本主要股票市场上隐含市盈率倍数。日本和美国、英国的市盈倍数的差异明显。图 8-5（布雷迪报告中作为图 21 刊登在 III-38 页）显示 1987 年 10 月道指、英国富时指数、日经

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

225 指数的相对表现。很显然，道指在 10 月 19 日遭受了最严重的下跌，其次是英国富时指数和日经 225 指数。1987 年 10 月 20 日周二日本市场（早于纽约市场 14 小时）也没有补跌。有意思的是，尽管有 10 月份的冲击，美国和英国的主要股指在 1987 年结束时还是比它们刚开始的价格稍高。以日经 225 指数来体现，尽管 10 月份日本股市受到冲击，日本股市当年还是上涨了 18%（以本币计算）。1987 年 10 月股市发生冲击时，日本市场的市值超过了美国市场的市值。从这些事件中可以得出：市场是相互联系的，一个市场的价格行为会影响世界其他市场。另一个重要的点是美国股市依旧在全球市场价格中起关键作用。

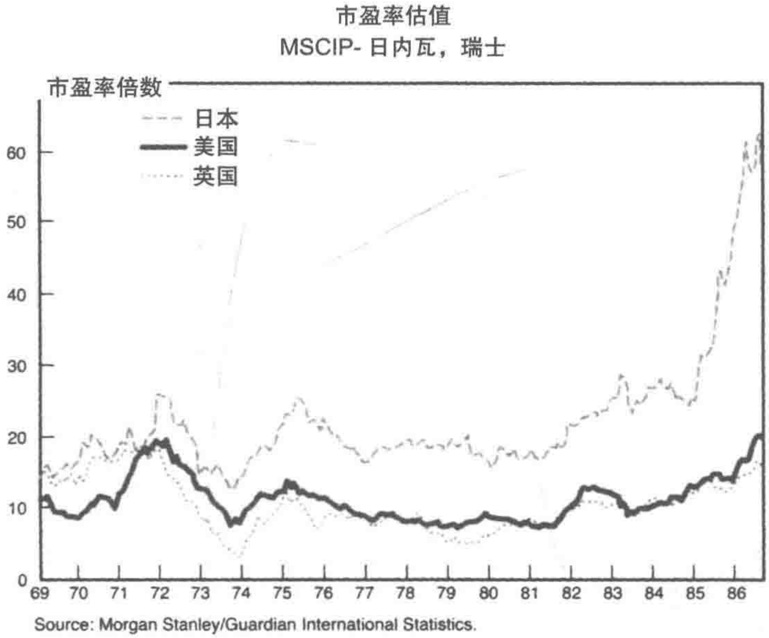


图 8-4　本图显示 1969-1987 年美国、英国和日本平均价格市盈率倍数。（复制于 1988 年总统工作组市场机制报告）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

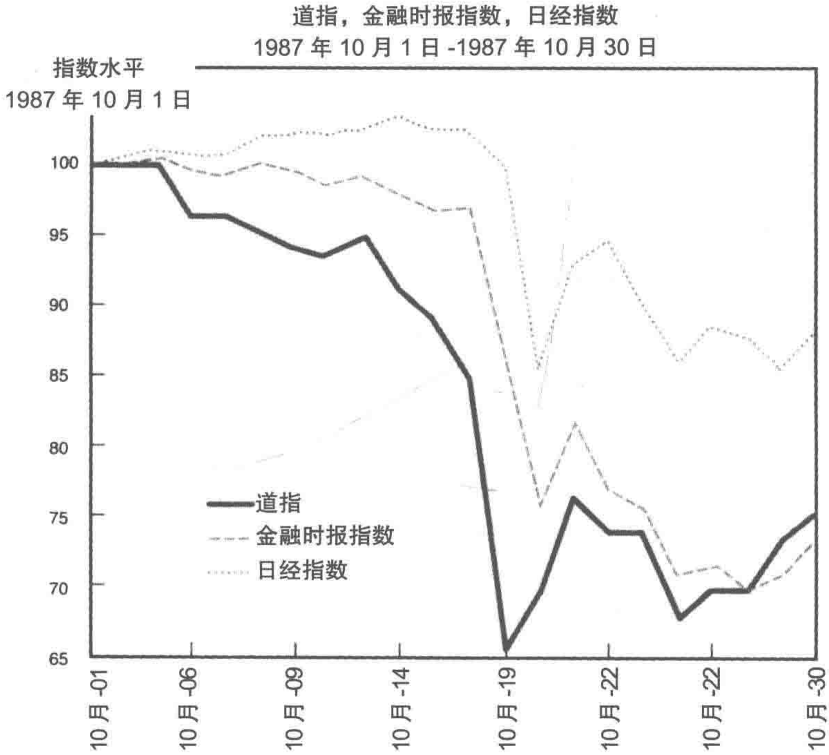


图 8-5　该图显示 1987 年 10 月间道指、富时 100 指数、日经 225 指数

（复制于 1988 年总统工作组市场机制报告）

乌龙指交易

人为错误是股票市场和其他市场急剧价格走势的另外一个源泉。这些人为的错误通常被称为乌龙指交易，指的是极端大型订单被错误进场时进行的交易。如果随意或者错误的订单仅限于单个证券，那么价格走势也仅限于单个证券，整个市场一般所受影响不大。然而，有些时候价格走势会扩散到整体市场，产生全盘的影响。产生全盘影响

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

更可能的原因是，乌龙指事件涉及多个证券。影响的幅度可能较大，但持续时间通常较短，因为乌龙指交易会被马上发现。乌龙指事件不仅反映人为的错误，也反映了市场结构的脆弱。

例如，2012年10月5日周五上午9:49，印度国家证券交易所一家经纪商的一系列错误的大型卖出订单，在数秒钟内推动市场下跌16%。该交易所利用电子限价订单簿交易股票，客户订单委托是电子撮合。跌势的速度和宽度导致观察家起初怀疑是一次闪电崩盘。事实证明，这只是一次乌龙指事件。彭博社的新闻称：

> “印度Nifty指数和某些公司股票暂停交易15分钟，此前指数曾最大下跌16%。一家经纪机构错误地交易，受到指责。”[12]

大多数乌龙指交易的影响局限于有错误订单委托的那只股票。这种交易可能引发大型的价格变动。Rambus就发生过这种情况，该股票日内一度下跌35%。彭博社2010年1月4日曾报道说：

> “Rambus一系列执行在5美元、低于今日平均价格的交易被取消，这是基于交易所规则，该规则认为该股票交易存在清晰错误。”[13]

被取消的交易主要集中在四五分钟时间内。[14]

交易故障

电子交易越来越重要，市场对乌龙指交易、交易故障以及（若缺

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

乏做市商）闪电崩盘变得越来越敏感。交易故障可能源于交易者（人为的或者机器的）的错误，也可能源于交易所交易终端。

交易失误："疯狂的算法"

因为交易者而引起的交易故障包括了之前提到的乌龙指问题。与算法相关的交易者引起的一类交易故障也很有启发性。例如，路透社报道，2011 年 11 月 25 日一家高频交易公司被芝商所（CME）罚款，因为前者的交易算法 3 次失去控制：

> "该公司 2010 年 2 月 3 日的买盘导致当日尾盘油价大肆飙升 1 美元，因为电脑程序每秒钟下达了数以千计的订单，该公司也损失数百万美元。"[15]

另外一篇文章将油价的飙升归因于算法问题：

> "该公司的疯狂买单也反映了电脑程序，也就是算法的问题严重性，它引发了剧烈的波动性，在极短时间内向市场发送了大量电子订单。"[16]

这个例子展现的是一个来自机器的乌龙指交易事件。来自机器的乌龙指交易可能不会立刻被识别出来，因为价格的震荡可能被解释为反映了新的基本面消息，而非有问题的算法。

疯狂算法的另外一个事件发生在 2012 年 8 月 1 日，当时骑士资本新安装但测试不足的软件错误地重启了旧休眠软件，并向市场发送了数个股票的大型买单和卖单。彭博社的消息说，旧软件将股票交易量

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

加大了一千倍，[17] 订单席卷市场 45 分钟，下达了数以百万计的股票订单。一些股票价格被大幅推升，导致纽约证券交易所取消了 6 只股票的数个交易，这些股票价格比开盘价偏离出 30% 的幅度。[18] 此次交易故障最终引发骑士资本 4.61 亿美元的损失，也导致该公司股价大跌，更别提其他公司的股票损失了。[19]《金融时报》2010 年 8 月 3 日报道说：

> "骑士资本股价收盘下跌 62.8%，收盘价为 2.58 美元。该股票在盘后交易中持续下跌，下跌超过 17%，至 2.15 美元。"[20]

尽管这并非黑天鹅事件，但是仍然展示了交易失误对股票和整体市场的损伤能力。

2012 年苹果公司成为全球市值最大的公司。然而，苹果的股价也受到交易故障的影响。2012 年 3 月 23 日周五发生的该故障与 BATS——一家电子交易商的 IPO 缺陷有关系。《金融时报》报道说：

> "BATS 的 IPO 问题发生与苹果的暴跌同时发生，苹果股价下跌了 10%，引发了交易熔断机制，苹果交易得以暂停。"[21]

互联网上甚至有传闻说，BATS 的 IPO 故障实际是故意的程序问题。[22]

交易所暂停交易

交易中止可能是因为未被预见的事件引发，包括电力和通讯中断，软件问题，硬件问题，自然灾害，恐怖行动以及重要人物逝世（默哀以向其致意）等。例如，纽约证券交易所会休市以向逝世的美

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

国总统致以敬意。许多交易所都会经历交易中止，包括伦敦国际石油交易所、芝商所、悉尼期货交易所、新加坡交易所、多伦多证券交易所、泰国证券交易所、纽约证券交易所、纳斯达克、巴黎证券交易所和南非证券交易所，等等。

电脑故障和交易系统问题是交易所交易终端的常见原因。它们比你设想的要多得多。中断时间从数分钟到一整天不等，而且这样的例子并不遥远。比如，《金融时报》报道中的 2012 年 10 月 3 日：

> “纳斯达克遭遇第二次明显的尴尬，被迫取消卡夫食品的交易，此前交易故障出现，股价飙升近 30%。”[23]

类似地，《金融时报》报道了 2012 年 11 月 12 日：

> “纽约证券交易所中止了 161 家公司的交易，时间长达整个周一的大部分时间，主要是最新的技术故障所致，冲击了华尔街。”[24]

市场有能力在其他交易所交易受到影响的股票，帮助减轻大众的损失。

如果让人产生“交易故障只会出现在现在和过去”的印象，将同样是误导性的。交易故障存在的时间和市场存在的时间一样长。对交易中电子市场的侧重，以及市场参与者和做市商持续增加的对算法交易的使用，将凸显出这一类的事故，增加其影响，甚至增加其出现的频率。

此外，有些交易故障出现在一些极其不合适的场合。比如，2008 年 9 月 9 日，周二，《金融时报》报道说：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

"一项技术故障导致伦敦证券交易所股票交易停滞 7 小时，这段时间本是一年当中最为繁忙的时候。"[25]

交易所交易中止太频繁了，难以将其归类为黑天鹅事件。例如，同一天，一项不太相似的技术故障导致洲际交易所布伦特原油期货合约市场闭市两小时。

交易故障是交易中断的一个子类。交易中断通常发生在夜间（许多市场都休市）、周末和假期，它们都是常规的交易中断时间。非常规的交易中断特别有意思，它中断后的投机性价格走势通常为金融市场价格行为提供了线索。

1. 受影响市场的广度

交易中断可能只涉及几个证券，也可能涉及所有证券。可能是整个市场被暂时关闭，也可能是几个证券被暂停交易。比如，2005 年 6 月 1 日，纽约证券交易所的一项交易故障导致整个市场提早收市四分钟。两天后的 2005 年 6 月 3 日，芝商所一些交易者不能开立或者取消外汇期货订单，导致交易中止一个半小时左右。

2. 深度

有时交易者可能会经历不能交易，或者某些交易功能不能使用的情况。比如，2005 年 7 月 8 日，伦敦国际石油交易所（现在洲际交易所的一部分）就不能交易隐含价差交易。

3. 持续时间

交易中断时间可能短，也可能较长。例如，纽约证券交易所在第一次世界大战到来时暂停了交易，闭市时间为 1914 年 7 月 31 日至

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1914 年 12 月 12 日。不令人意外的是，据西尔伯报告称，正如经济理论所说的那样，交易转向了其他仍然开盘的证券市场。[26]

4. 时机

按照定义，交易中断发生在市场时间。然而，中断的时机可能很重要。假期前后清淡市场中的交易中断，其影响也许没有重要经济报告发布前出现的中断产生的影响大。比如，我们以日本政府债券交易中出现的一次交易故障为例。2006 年 6 月 29 日，日本债券交易公司——一家债券交易经纪商的电子交易系统发生故障，暂停交易日本政府债券近 3 个小时。当时的报道称，日本政府债券价格信息的缺乏降低了对各种经济消息报道的投机交易。

5. 意外

交易中断可能是常规性的，也可能是非常规性的。肯尼迪总统被刺杀导致 1963 年 11 月 22 日周五的美国股市休市。另外，1963 年 11 月 25 日周一肯尼迪总统葬礼时，纽约证券交易所也休市。

6. 频率

交易中断可能是一次性事件，也可能经常发生。例如，2007 年 1 月 11 日周四，处理 CBOT 近 70% 交易的 e-CBOT 电子交易平台关闭了 45 分钟。次日，从 10:30 开始关闭至 11:42（美国中部时间），下午从 1:14 开始再次关闭至 1:50（美国中部时间）。

7. 起因

交易中断可能因内而起，也可能因外而起。外部因素包括天气、断电、恐怖行为，等等。内部因素包括交易系统设计瑕疵，软

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

件问题，交易处理能力，等等。对于外部因素来说，交易所除了使用备用发电设备，利用远程位置交易撮合设备之外，几乎无计可施。相反，许多交易系统的问题在交易所或者交易系统运营商的控制之下。

8. 交易量

一个市场中的交易中断可能增加另外一个市场的交易量。例如，芝商所 GLOBEX 交易系统标普 500 迷你股指期货合约曾于 2003 年 5 月 1 日周四发生交易中断，导致 CBOT 道指股指期货合约交易增加。类似地，因芝加哥“水灾”引发的周四国债期货市场休市，导致现货市场买卖价差扩大。[27]

交易故障案例 1　东京证券交易所暂停交易

2005 年 11 月 1 日上午 8:30，东京证券交易所通知市场参与者说，因为交易系统功能问题，其将无限期中止交易。然而，东证所交易的期货和期权市场仍然开市。在 12:00 左右，东证所宣布已经解决了问题，并将重新开市。开市股票交易时间在下午 1:30，但是 12:45 开市接受委托下单。鉴于常规的早盘时段（9:00 ~ 11:00）和午盘时段（12:30 ~ 3:00）的头一个小时就中断交易，当天的交易只有 90 分钟。东证所暂时中止交易是因软件问题。东证所官员将系统失灵的原因归咎于旧版软件程序中的“潜伏漏洞”。修复后的程序安装于 10 月 13 日，但是旧程序在 11 月 1 日前仍然运行。那么，当日东证所大盘是如何表现的呢？在 90 分钟的交易时间里，日经 225 股票指数上涨了 216.36 点，涨幅达到 1.92%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

交易故障案例 2A　东证所未能取消明显错误的交易

美国市场明显错误的交易会被执行交易的交易所取消掉。然而，这一情况并非适用于所有交易所。例如，2001 年 11 月 30 日，UBS 交易员输入数据错误，以 16 日元的价格卖出 61 万股新上市的电通股票，其真实本意是以 61 万日元的价格卖出 16 股电通股票。电通 IPO 只发行了 13.5 万股，因此超过这一数额的订单很明显是错误的，因为任何订单不可能如此低价。其他交易者很快意识到这是一次乌龙指交易，赶紧抓住机会，有 64 915 股被卖出（每股价格在 40.5 万日元），之后订单的其余部分被取消。交易所价格限制阻止以 16 日元报价卖出的股票以 16 日元成交。然而，当时东证所有一个规则是阻止已经输入的订单被取消，因此以大幅低于市场价格成交的交易仍然是被承认的，即使订单有明显错误。该事件最终结果是，UBS 损失 162 亿日元（当时合 1.31 亿美元）。[28]

交易故障案例 2B　东证所未能取消明显错误的交易

不幸的是，东证所不取消明显错误交易的政策，在 UBS 亏损于电通股票交易之后也没有被改变，数年以后另外一家公司在类似交易错误下也中招了。

2005 年 12 月 8 日上午 9:27，数据填写位置错误导致瑞穗交易员以 1 日元价格卖出新上市的 J-Com 公司股票 61 万股，而非以 61 万日元的价格卖出 1 股。尽管瑞穗交易员持续努力，但是该订单仍然不能从东证所交易系统中被取消，因为该订单已经在处理中。鉴于价格奇低，而且 J-Com 的 IPO 只以 67.2 万日元的价格发型了 2800 股，其他

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市场参与者立刻了解到这是一次交易失误，并疯狂地利用这一点。再强调一次，每人在 1 日元 / 股的价格买到股票。按照交易所规则，价格以不低于 57.2 万日元、不高于 77.2 万日元的价格成交。价格立刻跌至最低（57.2 万日元），然而上扬至最高（77.2 万日元），因为交易者试图轧空处于困境中的交易者。股票数量的限制意味着，交割不可能全部发生。当日 J-Com 交易了 70 万股。东证所制定的特别清算价格为 97.2 万日元。最后的结果是，瑞穗损失 405 亿日元（当时合 3.35 亿美元，美元 / 日元汇率为 120.97）。

很明显，这些例子中可能充满很多指责。无论是 UBS，还是瑞穗，都应该有更好的订单入场控制系统。同时，更多的指责因不取消明显错误订单而指向了东京证券交易所。

交易故障案例 3　东证所暂停交易

活力门有限公司是一家日本互联网服务提供商，由一位标新立异的日本高管崛江贵文运营。该公司是一系列收购交易的结果，于 2006 年早期深陷欺诈指控。该欺诈指控导致 2006 年 1 月 18 日活力门股价急剧下跌。交易量大幅增加。当日的交易如此巨大，以至于影响到东证所的处理能力。东证所估计，活力门交易占到单点总执行（非交易量）的 45%。

2006 年 1 月 18 日下午 2:25，东证所宣布将于 2:40 暂停股票、可转换债券和交易所债券，直至收盘时间（下午 3:00），因为订单和执行量达到系统处理能力极限。东证所交易的期货、期权市场继续开市。当时的处理能力是 450 万执行量。东证所要求，如果可能的话，交易者要合并订单。它还将下午盘的开市时间从 12:30 延迟至 1:00，生效

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

于 2006 年 1 月 19 日，直到进一步通知为止。交易所宣布，如果订单数量超过 850 万，或者执行量超过 400 万，其将暂停交易。[29]

2006 年 1 月 24 日，东证所宣布，其将限制活力门股票交易时间于下午 1:30 至 3:00，于次日生效。交易量仍然高企，增加了东证所被迫暂停交易的风险。2006 年 1 月 25 日，东证所宣布，减少活力门股票交易时间于下午 2:00 至 3:00，次日生效。它还强加了一些额外的交易限制，比如要求购买活力门股票要在当日支付，并且禁止使用保证金。

东证所为降低对交易能力的潜在束缚，缩短了下午交易时段的时间。下午交易时段的延迟开盘从 2006 年 1 月 19 日持续至 2006 年 4 月 24 日，这主要是因为对交易处理能力有所担忧。这让我们想起，1968 年下半年时，纽约证券交易所和美国证券交易所 23 个周三交易日也曾如此操作，以利于后台办公室处理交易。

交易经验

那么，从闪电崩盘、乌龙指交易，交易中断和交易故障中，我们能得到什么经验呢？确定地说，预测下一次闪电崩盘或者乌龙指交易何时发生，即使不是不可能，也是极端困难。然而，金融市场日益增强的电子特点，以及做市商和其他市场参与者对算法交易的使用，使得这类交易中断更有可能发生——而且频率更快——即使市场没有变化。

无论怎么说，从这些交易情况中的分析，可以总结出的交易经验包括：

- 大多数情况下，交易机会来自冲击发生时或者冲击刚刚发生之

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

后，而非冲击发生之前。一定程度上，这些冲击的意外性对更小的市场玩家更有利，因为他们不可能获得内幕消息，或者提前获知相关消息。

- 一笔交易越是拥挤，一旦价格开始突然朝不利于你头寸的方向运行，你承担的风险越大。那些在 1987 年 10 月之前利用投资组合保险对冲其股票市场头寸的市场参与者，在崩盘的市场中加深了市场跌幅。了解到许多交易者使用投资组合保险策略，将提供在闪电崩盘中做空市场的交易机会——如果你胃口足够大的话。如果你能识别出交易故障或者崩盘，那么你就拥有了盈利的潜在机会。
- 取消部分交易会对交易者和未来的流动性提供者产生新的风险。一方面，在非常事件发生时，会对交易者产生较弱但有时有利的保护。另外一方面，应用“取消交易”政策，又会破坏掉那些从此类事件中获利者的财富，以及那些在交易故障中损失掉财富但交易又未被取消者的财富。无论交易所和监管者出于何种善意，看起来反复无常又脆弱的政策对市场和市场滥用产生了很大的不确定性。
- 交易故障、乌龙指交易和闪电崩盘，都体现了损失最小化策略的重要性。具有讽刺意味的是，这些危机情况——尤其是闪电崩盘——也体现了损失最小化策略，比如止损单的某种危险性，因此你要思考控制损失的其他方法。

接受风险是成为交易者的代价，而且无常的市场冲击一定会出现。举例来说，没人会预测到美国市场在 20 分钟内蒸发掉 8620 亿美元，然后反弹。你所能做的就是制订并坚持适合你交易风格和风险控

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

制方式的计划。

尾 注

1. http://www.drmardy.com/chiasmus/masters/churchill.shtml.
2. Childs, M., "Million-Dollar Traders Replaced with Machines Amid Cuts." *Bloomberg News*. November 06, 2012. http://www.bloomberg.com/news/2012-11-06/million-dollar-traders-replaced-with-machines-credit-markets.html.
3. Twin, A., "Glitches send Dow on wild ride." *CNN*, May 06, 2010. http://money.cnn.com/2010/05/06/markets/markets_newyork/.
4. U.S. Commodity Futures Trading Commission and Securities Exchange Commission Joint Task Force, "Findings Regarding the Market Events of May 6, 2010." September 30, 2010. http://www.sec.gov/news/studies/2010/marketevents-report.pdf.
5. *Ibid*.
6. 报告称："高频交易公司积累了 3300 张净多头合约。然而，在下午 2:41 至 2:44 之间，高频交易公司激进地卖出大约 2000 张迷你合约，以期降低其多头头寸。同时，高频交易公司交易了大约 14 万张迷你合约，超过总交易量的 33%。这与高频交易公司的典型交易行为是一致的，即交易量巨大，但是并不在任何一个方向积累超过 3000 或 4000 张合约。" 2010 年美国商品期货交易委员会—证券交易委员会联合工作小组报告。
7. *2010 CFTC-SEC Joint Task Force Report*.
8. 美国商品期货交易委员会—证券交易委员会联合工作小组的报告称："下午 2:45:28，迷你股指期货合约交易被暂停 5 秒钟，当时 CME 止损熔断机制被触发，以阻止价格进一步下跌。在如此短暂的时间内，迷你合约的卖方压力得到缓解，而买方兴趣得到加强。下午 2:45:33 交易重启，价格得以稳定，而此后不久迷你合约开始反弹，SPY 也开始走高。" 2010 年美国商品期货交易委员会—证券交易委员会联合工作小组报告。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

9. 总统工作组市场机制报告（一般被称作“布雷迪报告”）认为：“基于下跌速度而非下跌幅度使市场中断交易非常重要。一般认为，促使 10 月份市场中断交易的原因可以分为两类。第一类归于宏观基本面——这类因素可能解释股价的持续下跌，但是并不能解释为何下跌如此快速。能归于这一类的因素包括预算赤字，贸易赤字，公司和私人债务的增加，以及面对利率上涨所出现的股价普遍高估。第二类因素可以被称为市场机制，更多地解释了市场走势的突发性以及金融市场随后的混乱。其中，投资组合保险和其他交易策略，做市商机制以及指数期货和期权都是市场机制的子因素。”美国政府印刷局，1988 年 1 月总统工作组市场机制报告，第 Ⅱ -1 页。

10. Report of the Presidential Task Force on Market Mechanisms, January 1988.

11. *Ibid.* pp.29–42.

12. Shaaw, R.J., S. Chakraborty, and S. Balwani, “India’s NSE Says 59 Erroneous Orders Caused Stock Plunge.” *Bloomberg News*, October 6, 2012. http://www.bloomberg.com/news/2012-10-05/nse-probing-freak-trade-that-caused-price-error-on-bourse.html.

13. Kisling, W., and I. King, “Rambus Trades Canceled by Exchanges on Error Rule.” *Bloomberg News*, January 4, 2010. http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=newsarchive&sid=awo2Jq9PcEMo.

14. *Ibid.*

15. Spicer, J., “High-Frequency Trading Firm Fined for Trading Malfunction.” *Reuters News*, November 25, 2011. http://www.reuters.com/article/2011/11/25/cme-infinium-fine-idUSN1E7AO1C920111125?feedType=RSS&feedName=everything&virtualBrandChannel=11563.

16. *Ibid.*

17. Ruhle, S., C. Harper, and N. Mehta, “Knight Trading Loss Said to be Linked to Dormant Software.” http://www.bloomberg.com/news/2012-08-14/knight-software.html.

18. Valekevitch, C. and C. Mikolajczak, “Error by Knight Capital Rips Market.” *Reuters News*, August 1, 2012. http://www.reuters.com/article/2012/08/01/us-usa-nyse-tradinghalts-idUSBRE8701BN20120801.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

19. Massoudi, A., “Knight Capital Glitch Loss Hits $461m.” *FT.com*, October 17, 2012. http://www.ft.com/intl/cms/s/0/928a1528-1859-11e2-80e9-00144feabdc0.html#axzz2Ca4yL47T

20. *Ibid.*

21. Demos, T., “BATS Pulls Its Own IPO Over ‘Technical Issues.’” *Financial Times*, March 24, 2012. http://www.ft.com/intl/cms/s/0/073ae952-750c-11e1-90d1-00144feab49a.html#axzz2Ca4yL47T

22. Westfall, C., “BATS IPO: Accidental Death or Murder?” *TheStreet.com*. April 6, 2012. http://www.thestreet.com/story/11486165/1/bats-ipo-accidental-death-or-murder.html.

23. Massoudi, A. and A. Rappaport, “Nasdaq Suffers Fresh High-Profile Gaffe.” *Financial Times*, October 3, 2012. http://www.ft.com/intl/cms/s/0/2f7d3b28-0d7c-11e2-bfcb-00144feabdc0.html#axzz2Ca4yL47T.

24. Massoudi, A., “Glitch Stops NYSE Trading in 216 Companies.” *Financial Times*, November 12, 2012. http://www.ft.com/intl/cms/s/0/eb26489a-2d18-11e2-9211-00144feabdc0.html#axzz2Ca4yL47T.

25. Hume, N. and S-M. Ishmael, “Stock Exchange Meltdown Foils Eager Traders.” *Financial Times*, September 9, 2008. http://www.ft.com/intl/cms/s/0/fadb3e0e-7e07-11dd-bdbd-000077b07658.html#axzz2Ca4yL47T

26. Silber, W., “What Happened to Liquidity When World War I Shut the NYSE?” *Journal of Financial Economics*, 2005, pp. 685–701.

27. Locke, P. and G.J. Kuserk, “The Chicago Loop Tunnel Flood: Cash Pricing and Activity.” *Review of Futures Markets*, 1993.

28. Hyuga, T., “UBS to Return Money from Tokyo Trading Error.” *Bloomberg News*, *International Herald Tribune*, Thursday, December 15, 2005.

29. Takafumi Horie was arrested for securities fraud by the Japanese authorities on January 23, 2006. He was tried, found guilty, and sentenced to prison.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

SHOCK MARKETS

第9章

黑天鹅时刻七：人与机器的对决

任何人都能学到的最有意义的一样是，放弃抓住最后的1/8——或者最开始的1/8。这两段走势是世界上最为昂贵的。整体上，它们会让股票交易者付出数以百万计美元的代价，才能构建好一条具体的捷径。

——杰西·利弗莫尔（Jesse Livermore）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有一个经典的说教——同样也是一个看起来确定的结局：人类的情感、智力和热情与机器冷酷的逻辑相比是有缺陷的。有时人类会胜出，但长期而言，机器不可避免地会胜出——先是在国际象棋领域中，然后是在智力问答游戏 Jeopardy 中，现在又在交易商领域中。这条法则看起来不可变更，不过也未必全然如此。

比如，两位挪威交易者就赢过了机器，而且在此过程中获得了可观的收益。这两位交易者发现了一位交易商（Timber Hill）的电脑算法是如何对某些交易做出反应的。基于此，他们两个为机器设置了陷阱。他们是如此成功，以至于自动交易系统的所有者可以说服挪威当局指控那两位交易者滥用市场。其中的一位辩护律师安德斯·布鲁斯威特认为，被告的行为并非市场操纵行为，因为：

> “他们知道电脑如何改变价格，但是不能因此让他们为电脑的所作所为负责……”[1]

控方认为，被告的行为是使其他投资者处于不利地位，而且构成了市场操纵（尽管同样的论调可以应用在更小型交易者在交易上获利的任何时候）。被告起初因市场操纵被判缓刑并被要求支付等同于交易盈利的罚金，后来上诉至挪威最高法院。2012 年 5 月 2 日，值得人力交易者庆贺的是，挪威最高法院推翻了之前的判决，认为两位交易者并未操纵市场，因为他们的交易是透明的。[2]

这两位交易者利用其天才的能力，将计算机化的系统的所有优势：速度、一致性和可靠性，全部转化成机器的劣势，最终证明在交易的博弈中，在人与机器的战斗中，人类仍有优势。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

自动交易系统的出现促使某些观察家认为，个人交易者不可能从交易中获利。这并不属实。更早的例子展示了算法交易的崛起是如何改变金融市场的，也展示了即使在一个交易由算法主导的世界里，人类的盈利机会也是不断存在的。那两位挪威交易者胜过了机器（预判出其行为或反应），并从中获利，但其实人类也有很多机会，即使不与机器决斗，也能交易获利。

算法交易和高频交易

什么是算法交易？ Hendershott, Jones 和 Menkveld（2011）将算法交易宽泛地定义为利用计算机下单或者取消订单的情况。[3] 在这一解释之下，高频交易就是算法交易的一个子类。正如 Easely, Lopez de Prado 和 O'Hara（2012）所指出的那样："并非所有的算法交易都以高频率的形式出现，但是所有的高频率交易都需要算法来交易。"[4] 尽管某些观察家将高频交易和算法交易分得很开，但是为简便起见，本书中两个定义可以互换。

尽管看起来复杂，速度极快，但是算法交易公司的许多交易活动目的都是做市。这与公开喊价的交易池环境下剥头皮交易商或者自营商以及高频交易的典型行为类似。两者都是为了从做市中获利，两者都不想在交易日持仓过夜或者持有很长的时间，都倾向于在大多数交易时间平仓了事。[5] 事实上，许多高频交易策略可能是非常容易理解的，只要你将其想象成上个世纪中场内交易商的行为。基本上，许多高频交易商只是使用"新技术、老策略"，并在这一过程中创造"新

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

结果”。

高频交易公司盈利颇丰。近期一项针对 2010 年 8 月间标普 500 迷你股指期货市场所有交易的研究指出，高频交易公司整体上盈利 2300 万美元，夏普比例从 3 ~ 20 不等，夏普比率中位数为 4.5。该研究按照流动性承接的频率将高频交易公司分为三类（被动型、混合型和激进型）。比如激进型高频交易公司在超过 60% 的交易时间都是流动性承接者，而被动型高频交易公司只在不足 20% 的交易时间是流动性承接者。因为大多数利润的获得非常迅速，因此速度至关重要。该研究发现，速度快又激进的高频交易公司获利最多。[6]

老策略

在场内交易商主导期货市场的日子里，许多自营商或者剥头皮交易商努力为公众订单流（来自交易池之外）做市。目的在于充当买方的卖方，卖方的买方，以期从两者之间的差价中获利，买卖之间的差别也成买卖价差。

兑换过货币或者买过二手车的人都知道，商人从你那里买的价格要比他卖给你的价格低。这是他们赚钱的方式，也是场内剥头皮交易商赚钱的方式。不过为了降低大型价格走势冲击利润的风险，剥头皮交易商通常尽可能短时间地持有头寸。他们往往会快速地平仓了事，防止自己陷入反向走势中，锁定利润。

从买卖价差中获得的利润相对来讲是很少的——有时只有几美分，但是风险也小。剥头皮交易商尽可能快速地买入、卖出，锁定了小而真实的利润。一般来说，剥头皮交易商并不知道，也不关心价格

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

长期是上涨还是下跌。他们只想快速地买入、卖出，以锁定利润。大多数的场内交易商持仓时间非常短——数秒或者数分钟，其他时间并无持仓。因此，剥头皮交易商在交易日的大部分时候都无持仓，从而限制反向价格走势的风险敞口。他们回家时一般也无持仓，避免隔夜反向走势带来损失的风险。

然而，这些交易员是怎么做到这一点的呢？他们身处交易池内，自营商比交易所之外的其他交易者更具备有利的一面或者说优势。因为他们身处市场的中心地带，他们能在交易池之外的交易者做出反应之前提前利用价格走势。一些观察家估计，在交易池交易时代，自营商或者剥头皮交易商在许多期货合约的交易量中能占到 30% ~ 40%。

那时，交易池内的交易员身处市场的中心。现在，电子交易取代了大多数的交易池。现在，市场真正的强者，真正的中心，是交易所的数据中心，这是交易所服务器撮合电子订单的地方。高频交易商会花大钱，以求尽可能靠近交易所服务器。在极端情况下，交易公司会将服务器放置在交易所设施中交易所服务器的位置附近。这就是“主机托管（co-location）”。[7] 这类公司为了获得这种优势，愿意向交易所支付高额费用。高频交易商也取代了交易池内的剥头皮交易商，并从他们那里获得许多赚钱的技术。

许多高频交易商都是中间人。他们在汤姆和约翰反应过来之前，从汤姆那里买来，并卖给约翰，获得小额但是无风险的利润。但这么说对高频交易系统也不公平。它们速度是如此之快，以至于它们能在汤姆知道约翰想买自己的股票之前（这并不夸张），就能从汤姆那里买来，并卖给约翰。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

许多高频交易系统与交易池中的剥头皮交易商类似，并不知道也不管市场即将上涨还是下跌。它们只是通过为公众订单流做市而获利。因此如果人们停滞交易，算法也会停滞交易。这从老虎·伍兹事件中可窥一斑，当时伍兹公开致歉，表示该事件给妻子和家庭带来了伤害，[8] 当时纽约证券交易所的交易量明显下降。即使彭博社报道说，2010年早期近61%的交易都是由高频计算机化的交易系统执行的，但是交易量还是急剧下降了。老虎·伍兹的新闻发布会结束后，交易量又上来了。除非机器也被伍兹的致歉弄得动弹不得，否则很有可能的情况是，人们的交易量（公众订单流）下降，导致算法交易量也跟着下降，因此整体交易量也下降了。机器努力通过做市获取利润，但并不预测苹果的股价往哪个方向运行。

高频交易成功做市的另外一个维度是能识别来自真人交易的订单。真人交易者通常会向高频交易系统提供可识别的信号，透露出他们的订单来自真人而非机器。比如，人们更可能将大型订单数量定为整数。高频交易商了解到和他们进行交易的是一个真人，会给前者提供优势。

期货或者期权市场的交易者要想获利，只有让另一位或几位交易者亏损。然而，交易池里要赚钱，就得有公众订单流。如果公众订单流不进来，那么场内交易商就只能靠窃取其他场内交易商的生意。然而，一旦外部订单流进入，整个交易池就能赚到钱，当然某些个体的场内交易商会亏损，场内交易员利用价差发挥了做市的作用。剥头皮交易商仅当有利可图时才会做市。也就是说，在大多数期货交易池，并不指定做市商。没人有义务做市。当市场开始运行，场内交易商会

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

给价格强加单边压力，从而加大订单的不平衡性，而非减弱这种不平衡性。这种现象发生在高频交易商主导的市场。

然而，如果没人买卖，中间人怎么赚钱？当然赚不了钱。然而，并非所有的高频交易算法都是为做市而设计的。有些是利用新信息进行交易，利用机器可读的信息，在人们消化消息之前争取第一个做出反应。有些是依靠猎杀其他交易者，包括其他高频交易者而获利。这就给试图扮演做市商角色的高频交易带来了危险。防范其他高频交易商掠夺性交易行为的一个方法是小规模交易。因此，近些年的平均交易规模持续下降，同时交易笔数和高频交易持续增加。做市的高频交易商防止自己陷入掠夺性高频交易的另外一个措施是利用订单测试市场，刺激其他人进入市场，这样高频交易公司和其他交易者交易。高频交易突出的表现是，订单修正多，订单取消率高。

新技术

高频交易商使用的策略并不新鲜，他们只是比过去执行得更快更有效率。高频交易方面令人好奇的并非其策略，而是其执行策略的方式。那么，高频交易是如何执行其策略的呢？靠的就是速度。

速度在两个方面影响到高频交易的成功性：快速而高质量的决策，以及快速的执行。快速决策依赖于：

- 公司制定的算法。
- 公司计算机的运行能力。
- 在高频交易公司交易消息时，能获得机器可读的新闻源。

然而，若不能较易地获得信息，即使是好的算法和处理能力也无

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

计可施。高频交易要在处理信息[㊀]上尽可能快速地输入和输出，并对其做出反应。这些机器没有据此快速反应的高质量信息，其实一无是处。类似地，如果订单来得晚了一毫秒，许多的策略都是有劣势的。要指出很重要的一点是，对许多高频交易公司而言，它们据此反映的信息并非常规意义上的消息，而是市场内部的信息，比如订单是否来自真实个人而非机器等。对高频交易公司来说，订单流的出处可能比激活订单委托的消息更为重要。

速度方面的军备竞赛从未减弱，交易公司在这方面竞争激烈，都争抢着在获取订单方面打造最快的系统。比如，对于纽约和芝加哥这样的远程通信，交易公司正在建设更短电缆或者创新通讯方式上激烈竞争。

《连线》杂志一篇有关高频交易的文章，描写了毫秒之差造就高频交易优劣的情形。即使在众多高频交易系统中，也有胜者和败者。比如从 20 世纪 80 年代开始利用光纤电缆传送信息的公司也只用时不足 14.5 毫秒。这看起来很快，但其实还是很慢，因为它是经过匹茨堡的非直接线路。光纤电缆已经很快，因此规划者打算的是服务尽可能多的人口，而非创造绝对最快速度。因此，另外一家公司悄悄地购买了铺设自己电缆的权利，将传送速度降至 13.1 毫秒。不过竞争并未就此罢休。还有两家公司准备跨过电缆，利用微波传送信息，用时才 9 毫秒。[9]

速度的竞争对高频交易至关重要。在这个世界上，速度为王。所

㊀ 计算机系统的主要功能是将未经过处理的数据（data）输入至计算机之硬件，经由软件的运算处理而输出结果，此一结果即谓之信息（information）。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

以 Hibernia Atlantic 公司正在铺设连接伦敦和纽约的新电缆。花费？近 3 亿美元。好处？几乎垄断横跨大西洋的最快速度。这一电缆将赋予交易者 5.2 毫秒的优势，[10] 也将使我们更好地评估速度的价值。

对于纽约到伦敦的通信而言，5.2 毫秒的价值至少是 3 亿美元，时间的价值怎么会如此大？

毫无意外，电子交易系统将赋予那些更快速反应的人以重大优势。如前所述，高频交易商与多年前的场内交易商具有许多相同的特点，只是前者速度更快。皮特·凯尔（Pete Kyle）教授在一篇有关电子市场高频交易的研究演讲中提到，高频交易商往往利用限价单进场，利用推动价格波动的订单退出头寸。[11] 他还提到，高频交易商：

> "参与了近 30% 的交易，持仓大概两分钟，很少持有头寸超过当日平均交易量的 0.2%。" [12]

从某些方面说，许多高频交易商只是 2.0 版的剥头皮交易商。[13] 然而，他们速度更快，效率更高，有效性更强，当然也比过去的剥头皮交易商更危险。高频交易者基于其速度优势，股票（或其他证券）库存很少，保护自己不受不可预测的价格走势影响。

此外，今日的高频交易商速度如此之快，以至于它们能在交易发生前取消掉订单。某些市场中，95% ~ 98% 的高频交易订单会在其执行并形成交易前被取消掉。[14] 这是交易池内剥头皮交易商从来不敢想的事。一眨眼的工夫，高频交易商可能下达了数以千计的订单，但只会保留更有可能产生利润的一些订单在市场中。

然而，这种新的速度并不意味着所有的高频交易在所有时间都能

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

赚到钱。事实上，这种对毫秒通信的强调创造了全新的结果，而且正如本周后面要提到的那样，高频交易一旦发生错误，其代价也极为高昂。

“新”策略

一些高频交易策略可以被归类到“新”策略中，但也只是过去剥头皮交易商的更新版。2012 年的一篇文章认为，速度并不是定义算法交易者的唯一特征，因为高频交易成为可能依靠的是立法或者技术自身的变化。[15] Easley, Lopez de Prado 和 O’Hara（2012）认为，算法交易者以人们难以理解的方式来看待市场。例如，许多算法关注市场时，并非侧重于自然时间，而是交易量时间。也就是说，算法交易系统可能通过一系列被交易的股票来预测价格，而非通过交易股票所耗费的时间。

计算机基于交易量而非时间来观察交易，能更准确地预测市场微型结构内的未来价格。这样也更容易控制风险，此外价格行为在短周期和人民币常观察的长周期内存在根本差异。也就是说，价格变化可以被预测得到，并不是有效市场理论所认为的那样随机波动。

可预测的走势可能是存在的。这些可预测的走势可能来自于交易所使用的交易撮合过程，也可能来自真人交易者的倾向。这些算法通过利用其他成熟的算法，并以不同的角度（交易量时间）观察市场，将能预测到微秒水平的小型无效走势，从从中获利。这是一种技巧上的革命，而非策略上的革命。此外，Easley, Lopez de Prado 和 O’Hara（2012）认为，高频交易策略可能在不同市场表现不同，因为高频交

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

易公司寻找的是单个市场独一无二的特点。[16]

本质上说，Easley, Lopez de Prado 和 O'Hara（2012）将高频交易比作一种博弈，并认为速度在其中扮演次要角色。他们认为：

> “这些公司也有牺牲，也会犯错，还有陷阱在里面。速度使得高频交易更高效，但降低高频交易速度也不会改变其基本行为。”[17]

文章还提到另外一层意义。也就是说，即使高频交易者不再对其他市场参与者具有速度优势，或者引入托宾税（Tobin tax，旨在减少投机交易的金融市场交易税），算法交易仍将存在。

真人交易者从来不会在毫秒水平使用同样的技术预测交易量时间的价格走向。人类大脑的局限性使然。然而，预测短期小型价格走势的策略已经存在了很长一段时间。唯一的差别在于一个是“小型的”，一个是“短期的”。

过去，剥头皮交易商和身处市场中心的交易商，在某些情况下依据其经验和判断能预测出市场的动向。一些没有操守的市场参与者热衷于诸如抢先下单等行为，滥用了其位置优势和所知道的公共订单流。预测并从小型价格走势中获利根本没有变化，只是获利的时间窗口变化了，而且提前编好算法的计算机成为在毫秒水平进行交易的必要条件。

速度和策略优势一直存在。老虎·伍兹以及许多将要提到的案例都显示，机器依赖于人，人并不依赖于机器。

过去，时间优势更为明显。比如美国最高法院大法官麦肯纳在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1907 年（亨特和纽约棉花交易所）的诉讼意见中，这样写道：

> “报价间隔有时不超过 1/4 分钟或者半分钟，复制于报价器，并被显示在黑板上，所有人都可以看到。接收到新报价后，旧的报价就会被删掉。行情收录机服务非常缓慢，其价值有赖于接收价格的时间。价格显示在黑板上以后，其价值就具有公共属性。一家名为 Gamong & Fitzgerald 的公司宣称，它比上诉人早 5 分钟接收到报价，因为它们有更好的电报服务。而且有一条线进入孟菲斯棉花交易所，而且从行情收录机收录市场报价，到进入孟菲斯城并对公众开放的时间，大体上只有 1 分钟。”[18]

在交易日结束时，即使利用交易量时钟，高频交易就像过去的场内交易商一样，只是以另外一种形式利用了速度和信息优势。对市场和市场参与者而言，高频交易商产生了什么样的结果呢？

结果

可以认为，最重要的定期经济报告是每月一次的美国就业形势报告，一般是美国东部时间每个月的第一个周五上午 8:30。该消息可在传统媒介看到，也可以通过（付费后）机器可读方式获得，后者来自消息提供商。机器可读的消息可以在该消息通过传统媒介传达到大众前被计算机识别到。人们大概要耗费 0.20 ~ 0.25 秒才能对视觉刺激做出反应，但是计算机在不足这段时间的范围内可以获取到消息并娴熟地执行交易。这就意味着，计算机可以在人们读完消息前——更别

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

提点击鼠标了，就进出完成了一笔头寸。

美国劳工部于美国东部时间 2010 年 10 月 8 日上午 8:30 公布了 2010 年 9 月的就业形势报告。报告显示，9 月失业率维持在 9.6%，就业人数减少 9.5 万人（政府就业减少 15.9 万人，私营部门新增 6.4 万人）。结果好坏不一，市场此前预期就业人数减少 0.5 万人，失业率增加至 9.7%。[19]

固定收益市场对就业报告中蕴含的消息反应敏感。我们来看一下在芝商所（CME）分支 CBOT 交易的 2010 年 12 月 10 年期国债期货合约的表现。该合约最低报价单位是 1/64——每次波动相当于波动了 1 个点的 0.015 625，1 手合约价值波动 15.625 美元。因为交易的数量较大，报价中相同的部分以及时间都被忽略了。

一份对时间和销售数据的分析显示，期货价格在报告公布前为 126.967 5，或者是 126-62/64。数据公布后的第一笔交易价格是 127-4/64，表示价格上涨 6/64，合约价格上涨 93.75 美元（15.625 美元 ×6）。然后，每次价格变化，价格都上涨 1/64，71 毫秒后达到 127-17/64。这个高点出现以后的 12 毫秒内，价格先下跌 2/64，然后下跌 5/64，然后 6/64，在前述高点出现后的 18 毫秒后又两次下跌 1/64，至 127-2/64。价格然后开始再次上扬，先上涨 3/64，然后 1/64，然后再上涨 7/64，之后下跌 1/64、4/64，最后再次上涨 9/64，至 127-17/64——与前高同一水平。第二个高点与第一个高点位置相同，是第一个高点形成后 31 毫秒内达到的。第二个高点的价格至维持了 1 毫秒。这一毫秒的价格区间是 11/64. 价格在 127-17/64 维持了 34 毫秒后，突然下跌 7/64，然后又下跌 4/64，最后在下一笔交易中上涨

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

11/64。价格最终反复震荡，跌至 127-4/64 后，最终上涨至 127-12/64，此时距离报告公布仅 417 毫秒。

表 9-1 展示了报告公布后的头 30 秒的期货价格。

表 9-1 2010 年 12 月 10 年期国债期货合约对 2010 年 10 月 8 日公布的 2010 年 9 月美国就业形势报告的反应

时 间	价 格	时 间	价 格	时 间	价 格
8:30:01	127 13/64	8:30:05	127 17/64	8:30:09	127 10/64
8:30:02	127 15/64	8:30:06	127 15/64	8:30:10	127 11/64
8:30:03	127 17/64	8:30:07	127 14/64	8:30:15	127 7/64
8:30:04	127 17/64	8:30:08	127 13/64	8:30:30	126 63/64

报告公布后的头 4/10 秒的价格波动区间（126-56/64 至 127-17/64）比开始 30 秒的要大。大部分的波动发生在报告公布后的头半秒内。

事实上，所有这些都来自计算机交易。如果其中有来自真人交易的话，那么一定是之前设置的限价单或者止损订单。有趣的是，报告公布后头 30 秒行情结束时的价格只比报告公布前高一个波动点。简单来说，大量的交易发生在开始半秒，引发了持续不足 30 秒的大型价格走势。

重要的一点是在于，即使你是一位能获得机器可读消息的高频交易者，你仍然可能会亏钱。比如，假设你是速度最快的高频交易者，你在 127-4/64——报告公布后的第一个价格买入——预期价格将上涨。你在速度方面胜过了市场中的其他所有人。然而，数毫秒以后，你可能每张合约亏损 187.50 美元，因为当时价格位于 126.56/64。

市场即使在毫秒之间也是生死之争，而且如果你慢上几个毫秒，你可能会买在当日高点，或者卖在当日低点。计算机不会嫌累，不会

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

感觉痛苦，也不会吃午饭。

我们学到的另外一个经验是掌握合理的交易周期，也就是一个交易头寸持有多长时间的问题。尽管价格 30 秒后回调至报告公布时的位置附近，但是之后又开始急剧运行。这引发了一个问题，即一笔交易的合理持仓时间到底应该是多久。答案会根据你愿意在期望行情出现之前承受多大的痛苦而定。

表 9-2 给出了更为详尽的交易情况，发生在 8:30:00:354 毫秒这段时间。

表 9-2　2010 年 12 月 10 年期国债期货合约在 2010 年 9 月美国就业形势报告公布后在 8:30:00:354 毫秒这段时间的交易情况

时　间	价　格	交易量
8:30:00.354	127 6/64	1
8:30:00.354	127 15/64	1
8:30:00.354	127 15/64	2
8:30:00.354	127 13/64	2
8:30:00.354	127 13/64	4
8:30:00.354	127 13/64	1
8:30:00.354	127 13/64	2
8:30:00.354	127 12/64	2
8:30:00.354	127 12/64	4
8:30:00.354	127 8/64	1
8:30:00.354	127 8/64	1
8:30:00.354	127 17/64	1

表 9-2 显示，最小的交易——1 手合约——与价格上涨 9/64（也就是在一笔交易中从 127-6/64 至 127-15/64，另一笔交易中从 127-8/64 上涨至 127-17/64）的交易情况，这表示出，毫秒水平高度缺乏流动

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

性，价格的变化可能是由常规委托订单推动的。再强调一次，有一笔交易推动价格波动了 9/64，价值变化 140.625/ 手。

在较小的时间差别下，市场实际上较为缺乏流动性。在这个案例中，大型的价格波动不是由大型订单推动的，而是由买卖价差扩大推动的。这意味着波动性随着买卖价差的波动而变大。如前所观察到的价格跳跃几乎肯定是由不存在指定做市商的市场中的算法交易诱导的。

然而，这并不是算法交易和高频交易推动市场波动的唯一方式。过去，交易量和波动性是可以预测的，遵循着 U 型或者 W 型的特点，一般是开盘时和收盘时的交易量和波动性大于交易日其他时间。这意味着许多交易者在开盘时就进场交易，也许交易量能占到交易日的一半，然后在收盘时也会涌进交易。尽管开盘和收盘时的交易量目前也很大，但是算法交易的增多使得日内交易波动性和交易量更加不平衡。目前，一旦市场开盘，交易量的飙升可能出现在交易日的任何时间，但这种情况更可能发生在不可预测的某个时间点，导致交易者防不胜防。交易量的突然增长以及突然的价格走势一直都存在。现代科技可以说已经增加了其频率。

高频交易商的出现是否增加了市场深度，并降低了交易成本呢？许多证据显示，尽管并非所有的高频交易公司都是被动的做市商，但市场深度确实增加，交易成本也确实有所降低。然而，这个问题在学术界仍存有争议。有一个问题是，算法交易是改善了市场中所有证券的情况，还是仅改善了交易最活跃的证券的情况。另外一个问题是，高频交易的积极影响是否扩展到交易困难的日子或者交易困难的证券

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

商。基本的观点是，在交易困难的时候，高频交易系统及其拥有者，像任何其他理性的投资者一样，要根据自己的利益搜寻合适的投资品种。这是因为高频交易公司不需要做市。Boehmer，Fong 和 Wu（2012）曾报告，有证据显示，随着算法交易的集中，流动性减弱，但是波动性增强。此外，他们还报告说，有证据显示，在各个市场中，算法交易的增加也促使交易困难时期小型股票和整体市场的流动性减弱，波动性增强。[20]

如果做市的高频交易公司在交易困难时期根据自己的利益行事，那么这将意味着，在闪电崩盘时，做市的高频交易公司不会扮演中间人角色，而会在价格开始下跌时冲进市场买入。相反，市场可能会因为它们的不参与而恶化跌势。这种表现并不新鲜，期货市场交易池的剥头皮交易商过去也是这么做的。任何持有带风险的资金的人都会这么做。人们都曾指责在 1987 年的股灾时纽约证券交易所的专业人士不接电话，也仍指责他们在 1962 年 5 月 28 日的股价闪电下跌中不按市场需求的那样进场。[21] 然而，科技变化了，风险也变化了。这些系统的高频交易属性恶化了订单的不平衡性。高频交易系统速度极快，处理未决订单的信息能力也很强，它们可以在人们看到闪电崩盘到来之前快速做出反应。

人们担忧高频交易公司引发的更大的波动以及可能的市场滥用，产生了对其进行限制或者监管的呼吁。[22] 如前所述，有关高频交易影响的文献观点不一。许多观点认为高频交易通过降低买卖价差并增加市场深度而改善了流动性（比如，Hendershott, Jones, and Menkveld [2011]; Brogarrd, Hendershott and Riordan [2012]; Menkveld [2012];

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Chaboud, Hjalmarsson, Vega, and Chiquoine [2009])。[23] 人们对高频交易对波动性的影响观点并不一致。有研究显示，波动性随着高频交易的增加而减弱（比如哈斯布劳克和撒尔，2012），不过也有人认为，波动性会随着高频交易的增加而增加，而且在大型震荡时期，波动性增加更为剧烈（比如 Boehmer, Fong 和 Wu，2012；以及 Zhang 2010）。[24] 然而，Chaboud, Hjalmarsson, Vega 和 Chiquoine（2009）的学术研究显示，外汇的波动性基本不受高频交易的影响。如前所述，一些观察家认为，高频交易降低了交易顺畅时期的买卖价差和流动性，但是会在交易困难时期降低流动性并增加波动性。如果这一点是真，那么高频交易就是市场中的双刃剑。

减少自动交易产生的“问题”，有一个简单的处理方法：重回到集合竞价市场——订单被集合批量处理，以单一价格执行，交易按时间周期进行。这种设想，即你要一直不停地交易，对大多数交易者而言本身是有问题的。事实上，市场持续不断地开放，诱导有些个人交易者交易得过于频繁，引发了更大的交易成本，降低了交易收益。交易应该由你交易的速度推动吗？高速路上的速度应该由汽车的最快时速决定吗？学校区域是否要有速度限制？如果是的话，市场当中是否也应该有速度限制区域或者交易中止？定期集合竞价市场可以说，比连续市场能更好地决定价格，因为订单会被集中批量处理。高频交易的信息优势在这样的市场中就会消失。这种变化不会让价值投资者在长期范围内失去优势。事实上，定期集合竞价市场在许多市场中得到了应用。许多交易所利用开盘竞价和收盘竞价，确保开盘价和收盘价更加可靠。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

避开高频交易

Easely, Lopez de Prado 和 O'Hara 认为，个人投资者可以利用多个方法避免被高频交易利用。具体而言，他们建议：

- 在交易量大的时候交易，比如开盘和收盘时。在许多市场中，开盘价和收盘价都是由批量处理订单的竞价决定的。在这个时间交易，有时颇具讽刺意味，因为这是要鼓吹今日的连续竞价市场重回多年以前的集合竞价时代。
- 做好订单数量的处理。他们注意到，人们往往爱用偶数。因此，另外一个技巧就是用奇数量来下单，避免让高频交易公司识别出你的是人为下单。
- 只在监测和惩处毒性订单流的交易所交易。这类交易所有更大的流动性，能降低做市商反向选择的风险。
- 避开能轻易被预测到的行为。正如 Easely, Lopez de Prado 和 O'Hara 所说：

> "捕食性算法利用人们的季节性习惯，比如日末对冲、每周策略决策、月度投资组合持续再评估、合约切换，等等。"[25]

交易经验

算法交易和高频交易的兴起消除了一些交易机会，但也创造了新的交易机会。它还给个人交易者创造了新的风险。闪电崩盘时出现的危险之一，就是止损单可能被突发的行情所触发。讽刺的是，这些要

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

卖出或者买入的订单——原本是为了锁定某些利润或者限制亏损——可能最终伤害到交易者。比如，假设你在 45 买入股票 X，价格现在 50。你把追踪止损设置于 46，以在价格下跌时保留 1 美元的盈利。看起来是个不错的策略，因为无论发生什么事情，你都不可能亏钱，对吗？不对。

假设股票 X 是一次闪电崩盘的牺牲品，价格跌至 35 美元才稳定下来，但是交易日结束时再次反弹至 50 美元。卖出股票的订单如果达到或者跨过目标价，就会以市场价执行。如果股票 X 价格突然跌至 35 美元，你的止损订单就在 35 美元得到执行。定位在 46 美元的止损订单不仅没有帮你锁定小部分的利润，最后还帮你卖在 35 美元。因此，看起来能确保 1 美元的止损订单最后产生了 10 美元 / 股的亏损。

那么真人交易者还有什么优势？一方面，大部分的算法交易都是按照程序追逐最容易获得的利润。他们的优势是速度。在任何以速度为判断标准的比赛中，他们都是赢家。精明的真人交易优势在于进行长线交易，思考新的策略，有能力适应异常情况。

在算法交易和高频交易出现之后，你做不了什么？一方面，套利变得更难。作为人类，你还是太慢。另一方面，你在交易时还有价差成本。这些都增强了你的交易代价。

然而，市场可能不会总是像你想象的那样快速对消息做出反应，尤其是一个市场的价格和影响相关市场时。有时，如果市场极度震荡，先到未必最好——看看 2010 年 9 月的美国就业形势报告，你就会明白。此外，市场联动还会受到突发情况的限制。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

真人交易也更加灵活。市场情况会变化，有时是由市场情绪引发的。真人交易应该向机器学习的一块是，要把情绪从交易决策中剔除出去。这就要求交易者形成交易计划并按照纪律坚持住。

重要的是，个人交易者应该接受以下事实：在大多数时间，他们要赚钱靠的是正确地预期到市场价格的变化。个人交易者也要有长于算法交易或者投资银行对手的交易周期。此外，还要接受以下事实——必须拥有限制亏损和最大化收益的良好交易计划。

尾 注

1. Ward, Andrew, "Norwegian Day Traders Convicted for Outwitting Trading System." *Financial Times*. October 13, 2010. http://www.ft.com/intl/cms/s/0/f9d1a74a-d6f3-11df-aaab-00144feabdc0.html#axzz21Zmk1lQe.

2. Stothard, M., "Norwegian Day Traders Cleared of Wrongdoing." *Financial Times*. May 2, 2012. http://www.ft.com/intl/cms/s/0/e2f6d1cc-9447-11e1-bb47-00144feab49a.html#axzz21Zmk1lQe.

3. Hendershott, T., C. M. Jones, and A. J. Menkveld, "Does Algorithmic Trading Improve Liquidity?" *Journal of Finance*, 2011, Vol. 66, pp. 1–33.

4. Easley, D., M. Lopez de Prado, and M.O'Hara, "The Volume Clock: Insights into the High Frequency Paradigm." (March 30, 2012). *The Journal of Portfolio Management* (Fall 2012); Johnson School Research Paper Series No. 9-2012. Available at SSRN: http://ssrn.com/abstract=2034858 or http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2034858.

5. Menkveld [2012] examines the behavior of a single HFT firm in the equity market and concludes that it closely resembles "an electronic version of the classic market maker."

6. Baron, M., J. Brogaard, and A. Kirilenko, "The Trading Profits of High Frequency Traders." Princeton University working paper, November 2012.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

7. 靠近交易所服务器的交易商与交易所服务器的距离一致。这样一来，在降低延迟性或者减少接受交易所信息所耗时间方面，没有哪一方占有优势。引发交易延迟的另外一个因素存在于市场参与者进行交易决策所耗费的时间。靠近交易所的算法交易商必须在交易决策过程方面减少延迟，这样才能比别的同样靠近交易所的算法交易商更快，或者要依靠更好的自营交易方法才能获得盈利。

8. On February 19, 2010, *Bloomberg News* reported: "Trading on all U.S. bourses declined during the press conference, falling to 456 million shares from an average of 576.8 million during the five previous 15-minute segments ..."

9. Adler, J., "Raging Bulls: How Wall Street Got Addicted to Light-Speed Trading." *Wired*. August 3, 2012. http://www.wired.com/business/2012/08/ff_wallstreet_trading/all/.

10. http://www.businessweek.com/articles/2012-03-29/trading-at-the-speed-of-light.

11. Kyle, Albert, "High Frequency Trading in Electronic Markets: Implications for Public Policy." Quantitative Finance on Fridays Seminar, University of Illinois, Chicago, August 26, 2011. http://www.uic.edu/cba/icfd/20110826_Kyle_UIC_07.pdf.

12. *Ibid*.

13. *Ibid*.

14. "SEC May Ticket Speeding Traders." *Wall Street Journal*, February 23, 2012. http://online.wsj.com/article/SB10001424052970203918304577239440668644280.html.

15. Easley, D., M. Lopez de Prado, and M. O'Hara, "The Volume Clock: Insights into the High Frequency Paradigm." (March 30, 2012). *The Journal of Portfolio Management* (Fall, 2012); Johnson School Research Paper Series No. 9-2012. Available at SSRN: http://ssrn.com/abstract=2034858 or http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2034858.

16. *Ibid*.

17. *Ibid*.

18. *Hunt v. New York Cotton Exchange, 205 US 322 - 1907*.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

19. Honan, T., "Payrolls Decline More Than Forecast as Teachers Fired." *Bloomberg News*, October 8, 2010. http://www.bloomberg.com/news/2010-10-08/employers-in-u-s-cut-more-jobs-in-september-than-economists-had-estimated.html.

20. Boehmer, E., K. Y. L. Fong, and J. Wu, "International Evidence on Algorithmic Trading." (March 14, 2012). Available at SSRN http://ssrn.com/abstract=2022034 or http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2022034.

21. Zweig, J., "Back to the Future: Lessons from the Forgotten 'Flash Crash' of 1962." *Wall Street Journal*, May 29, 2010. http://online.wsj.com/article/SB10001424052748703957604575272791511469272.html.

22. 外汇市场的经纪商为了降低高频交易带来的反向影响，限制了某些类型的订单。《金融时报》2012 年 7 月 11 日报道说，经纪商“对外汇市场超快交易商的增加进行了反击，限制捕食交易，比如以闪电速度进行的闪电订单自动交易。”摘自《外汇经纪商抑制超快交易商》,《金融时报》2012 年 7 月 11 日。

23. Brogaard, J., T. Hendershott, and R. Riordan, "High Frequency Trading and Price Discovery." (July 30, 2012). Available at SSRN: http://ssrn.com/abstract=1928510 or http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1928510.

    Menkveld, A.J., "High Frequency Trading and the New-Market Makers." (February 6, 2012). EFA 2011 Paper; AFA 2012 Paper; EFA 2011 Paper. Available at SSRN at http://ssrn.com/abstract=1722924 or http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1722924.

    Chaboud, A., E. Hjalmarsson, C. Vega, and B. Chiquoine, "Rise of the Machines: Algorithmic Trading in the Foreign Exchange Market." (June 13, 2011). FRB International Finance Discussion Paper No. 980. Available at SSRN: http://ssrn.com/abstract=1501135 or http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1501135.

24. Boehmer, E., K. Y. L. Fong, and J. Wu, "International Evidence on Algorithmic Trading." (March 14, 2012). Available at SSRN: http://ssrn.com/abstract=2022034 or http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2022034.

    Zhang, F., "High Frequency Trading, Stock Volatility, and Price Discovery." (December 2010). Available at SSRN: http://ssrn.com/abstract=1691679 or http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1691679.

25. 消息公布后的第一笔交易价格是 124 4/64，相当于跳动了 6/64，或者说每手合约跳动了 93.75 美元（15.625 美元 ×6）。71 毫秒后，价格不断波动，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

每次波动上涨 1/64，达到 127 17/64。达到该高点后，价格又在 12 毫秒内先是下跌 2/64，然后分别下跌 5/64、6/64，最后又分两步下跌 1/64，在 18 毫秒内下跌至 127 2/64。价格此后再次开始上涨，分别上涨 3/64、1/64、7/64，然后又分别下跌 1/64、4/64，最后上涨 9/64 至 127 17/64——即之前高点。初期高点形成 31 毫秒之后，第二个高点形成。第二个高点是在 1 毫秒内形成的，这一毫秒的波动区间为 11/64。价格在 127 17/64 维持了 34 毫秒，然后下一笔交易中突然下跌 7/64，然后又下跌 4/64，最后价格只上涨了 11/64。价格上下震荡，然后下跌至 127 4/64；消息公布 417 毫秒后，价格最终上涨至 127 12/64。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

SHOCK MARKETS

|第 10 章|

危机中如何避险

“在人类事务发展的过程中，从没有稳定性及随之而来的安全性。”

——路德维希·冯·米塞斯（Ludwig Von Mises）[1]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

金融危机期间或者持续的市场动荡时期，就会发生向安全和优质资产的转移。恐惧代替贪婪成为市场的主要情绪，而且这种效应具有极强的破坏性。有时资本保存成为主要目标。本章探讨恐惧——对大幅亏损的恐惧，还探讨交易者在面对这种恐惧时会怎么做。本章是关于转向安全资产的内容。

降低风险

从本质上说，所有的转向安全资产行为都试图降低风险。具有讽刺意味的是，这一转向本是充满风险的。一旦这样做，保持投资在看似更安全的资产可能蕴含了相当大的机会成本——因为某些避险资产，比如黄金，并不会带来任何收益。

转向安全资产由市场参与者中风险偏好情绪的突然转变引发。相应地，风险偏好的变化是由损失（由于价格下跌）或者对损失的恐惧引发。过去，转向安全资产主要体现为银行挤兑，心存恐惧的储户赶着在陷入麻烦的银行倒闭之前，将资金去除。政府强制引入的存款保险制度帮助消除了发达国家大多数的银行挤兑情况。[2]

在金融危机期间，不同资产的相关性接近为1。也就是说，之前已被做过多元化处理的投资组合，在金融危机期间风险并未被分散。简单地说，随着所有的风险资产开始一起运行，多元化多以失败而终。在经济好的时候，金融股可能通过科技股得到平衡，但是在金融危机期间，市场整体是下跌的，这种类型的平衡可能只提供有限的多元化。本质上说，在金融危机期间只有两类资产，现金（及其等价物）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

和其他资产。危机中，哪种资产更受宠，部分依赖于危机的性质。这到底是一场流动性危机，还是一场银行危机？是货币危机，还是信贷危机？是对通胀的恐惧，还是对通缩的恐惧主导的？

当每个人都试图从同一扇门狂奔而出的时候，资产价格可能跌至远低于之前所具有的价值之下。恐惧会自身加强，这本身就会推动公司（及其股价）进入一个死亡循环中。随着恐惧情绪蔓延市场，贷方会更不愿意放贷，流动性会急剧下降。实体部门和金融部门都会受到影响。这意味着，即使是优质企业也会笼罩于不确定性的烟雾之中。到底能变多糟糕？谁是下一个倒下的？下一季度是不是得裁员了？销量什么时候能上升？单一个不确定性的影响就是致命的。你能为不确定性做好准备，你能尝试去预测它，但是你控制不了它。

信贷违约掉期（CDS）

对于公司而言，尤其是那些依赖借钱过日的公司，概念比事实更重要。实际上，概念不是比现实更重要——概念其实就是事实。当流动性危机来袭，任何被认为没有能力还债的人或公司都会深处危险之中。这一点再明显不过：欧洲主权债务危机时，恐惧情绪从欧洲的一个国家蔓延到另外一个国家，光是传闻都能推动债券收益率下降。这样的例子比比皆是。贝尔斯登就是这么倒闭的。贝尔斯登为了给其金融证券的巨额投资筹钱，在回购市场（批发货币市场）借入隔夜资金。但是当信心崩溃时，它再也借不来足够的资金，倒闭了事。贝尔斯登主席说，危机来袭前一周他的公司还资本充足。那时，它的担保

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

物有人接受，它能借到足够的资金。然而，刚过几天，它的头寸就崩溃了。市场认为贝尔斯登的价值不如从前了。市场的观念已经完全变了。贝尔斯登的资产仍然和以前一样，公司一样，但是市场的观念变了。我们都知道最终的结局是什么。

这种变化在表 10-1 中相当明显，该表显示了从 2008 年 3 月 3 日至 2008 年 3 月 17 日的贝尔斯登一年期的违约掉期率变化。信贷违约掉期市场本质上是个保险市场，允许信贷违约掉期的购买者在标的企业违约时保护自己。这一特点使得信贷违约掉期对债券持有者极其有价值，他们有兴趣对冲违约风险敞口。信贷违约掉期像所有的保险一样，需要购买者向出售者支付费用。这笔费用的大小是市场对违约概念的评估决定。更高的信贷违约掉期率对应的是更高的违约风险。

表 10-1　贝尔斯登信贷违约掉期率　一年期　2008 年 3 月

日期	买入价	卖出价
2008 年 3 月 3 日	351.65	405.95
2008 年 3 月 4 日	382.83	440.37
2008 年 3 月 5 日	383.21	440.79
2008 年 3 月 6 日	443.09	505.31
2008 年 3 月 7 日	514.06	583.34
2008 年 3 月 10 日	845.8	895.8
2008 年 3 月 11 日	995.8	1 145.8
2008 年 3 月 12 日	1 010	1 085
2008 年 3 月 13 日	1 170.11	1 254.09
2008 年 3 月 14 日	1 341.57	1 417.83
2008 年 3 月 17 日	721.63	803.37

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

信贷违约掉期交易时，名义金额是 1000 万美元，并规定一定周期（比如常见的是 5 年）。信贷违约率以基点来表示。每 1 个基点是 1% 的 1%。信贷违约率为 400 个基点，就是 4%。从购买者的角度说，一份信贷违约掉期合同的成本是信贷违约掉期率乘以名义金额。如表 10-1 所示，2008 年 3 月 14 日，周五，1 年期信贷违约掉期率飙升至 1417.83，比 2008 年 3 月 3 日这个周一高出 1000 个点。这相当于为 1 年期、名义金额为 1000 万美元的贝尔斯登债券的保费从 405 950 美元大幅上涨至 1 417 830 美元。

与大多数保险产品不同，在购买信贷违约掉期时，你不需要有可保利益[⊖]。这是在机构破产时，可以通过押注赚钱的另外一种方式。有观察家表示，信贷违约掉期购买者不需要有可保利益，为做空者创造了一种工具，抬高高度杠杆化公司比如银行的融资成本（因为押注公司破产或者变糟的交易者推升信贷违约掉期这一保险的价格，因此公司在融资时成本会更高），增加违约概率。无论如何，贝尔斯登 1 年期信贷违约掉期率的增加反映了它的融资问题。

贝尔斯登不是唯一一家经历融资难的机构。冰岛的大型银行也面临类似的压力。图 10-1 到 10-4 展现了冰岛最大的银行 Kaupthing 银行不同期限的信贷违约掉期的期限结构。图 10-1 显示，该银行 2007 年 5 月 2 日时的 1 年期信贷违约掉期成本是 10 个点左右，10 年期的是 50 个点。图 10-2 显示，到 2007 年 12 月 3 日时，1 年期的飙升至 400 个点，10 年期的飙升至 300 点左右。图 10-3 显示的是 2008 年 3 月 31

⊖ 可保利益指的是投保人或被保险人对保险标的所拥有的某种合法的经济权利或利益。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

日的情况。冰岛银行业的信贷违约掉期率的急剧上涨也体现了市场对政府的担忧。2007 年前，冰岛的银行吸引了大量的外国存款，占到经济的极大部分。冰岛银行业的问题还重创了冰岛克朗。冰岛当时的总理盖尔·哈尔德认为，信贷违约掉期率并不符合基本面的情况。[3] 该总理还指责某些国际对冲基金试图引发冰岛的银行危机。《金融时报》2008 年 4 月 2 日报道称：

> "冰岛准备发起对货币和股票市场的直接干预，以惩罚国际对冲基金，冰岛指责它们正在攻击其金融系统。"[4]

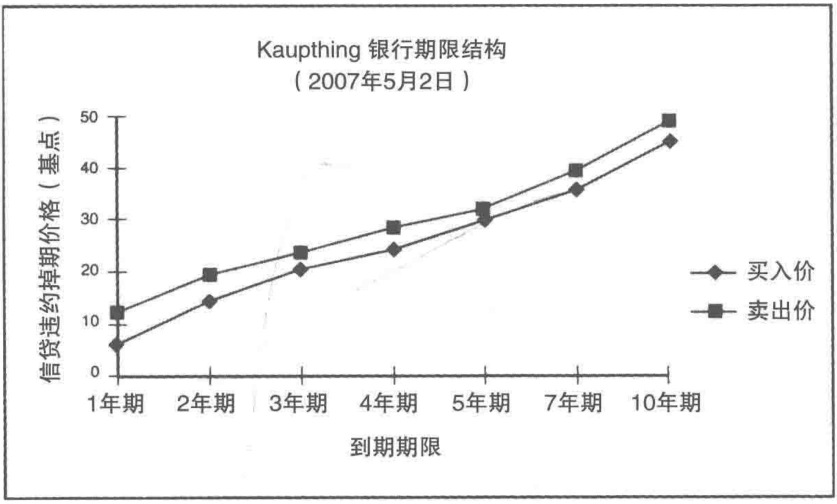


图 10-1 Kaupthing 银行 2007 年 5 月 2 日信贷违约掉期率期限结构

图 10-4 显示，Kaupthing 银行信贷违约掉期价格下降，几乎是 2008 年 3 月 31 日的一半。然而，半年后，在全球金融危机的过程中，冰岛 3 家最大的银行都破产了，而且都被国有化。到 2009 年早期，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

冰岛第四大银行也破产了，同样也被国有化了。[5]

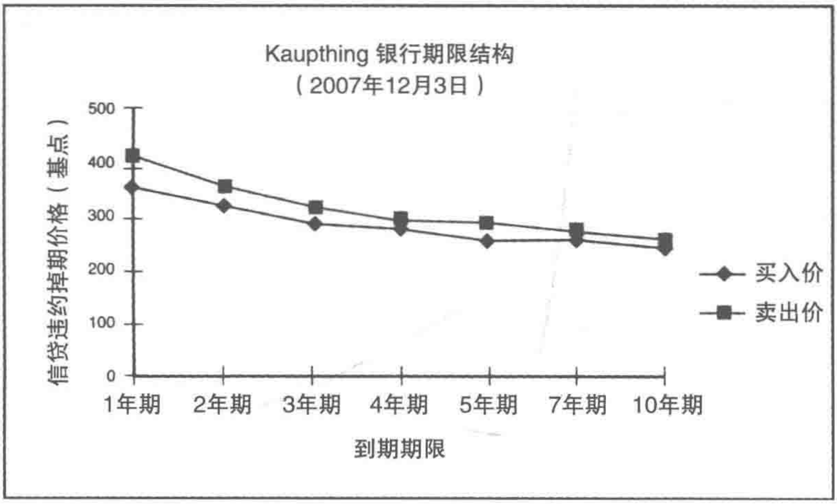


图 10-2　Kaupthing 银行 2007 年 12 月 3 日信贷违约掉期率期限结构

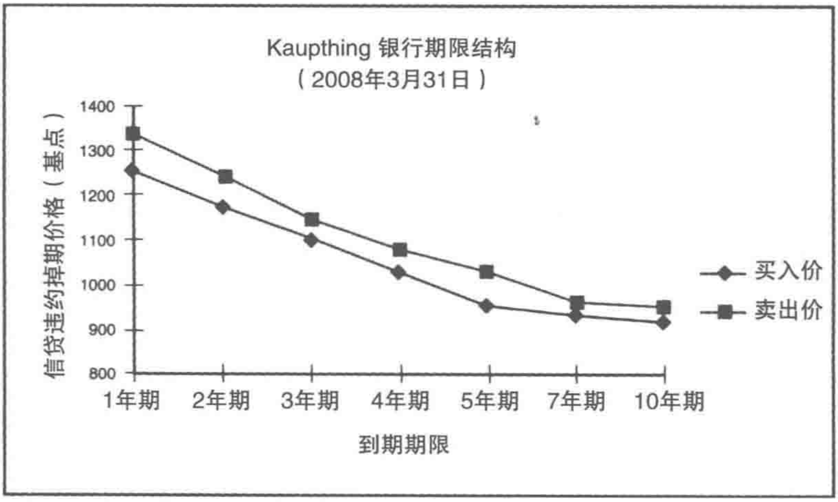


图 10-3　Kaupthing 银行 2008 年 3 月 31 日信贷违约掉期率期限结构

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

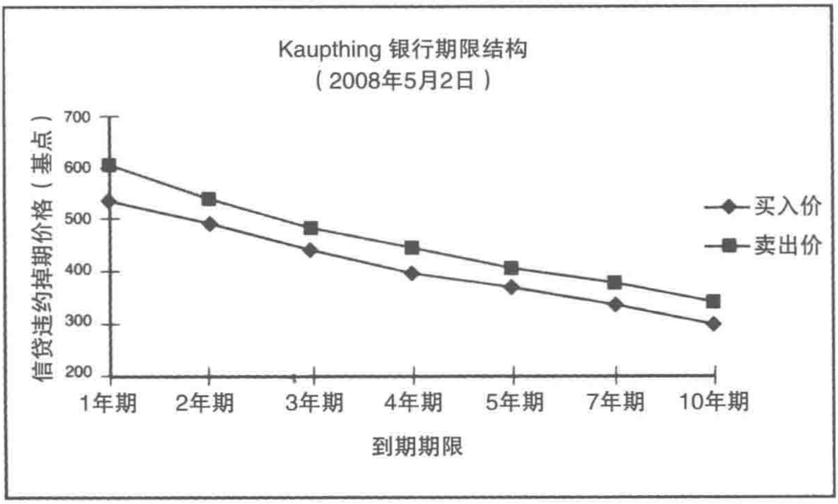


图 10-4 Kaupthing 银行 2008 年 5 月 2 日信贷违约掉期率期限结构

危机的性质

金融危机以多种形式出现。有些仅限于某些资产，或者限于某一个区域。有些会影响到所有资产，而且性质上是全球性的。一种类型的金融危机有时会影响其他类型，比如冰岛事件显示的那样，当时的银行危机引发了货币危机。金融危机的性质会对安全资产产生影响。流动性危机曾经在 2008 年 8 月长期资本管理公司破产后发生过，促使资金转向安全资产和美国国债等优质资产。信贷危机，比如 2007 年至 2009 年的全球金融危机，对经济和金融市场可能产生最大的伤害。它还导致资金转向数个安全资产，比如黄金、国债和强势货币。很明显，在银行危机中，比如冰岛在 2007 ~ 2009 年曾经经历过的，受困银行的存款可能就被理解成是不安全的。在货

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

币危机中，比如阿根廷在 2001 ~ 2002 年经历过的，持有外国货币可能被认为是安全的，但是如果外币账户开立于当地的银行，就也是风险极高的。事实上，阿根廷人曾经经历过这样的事情，当时爱德华多·杜瓦尔德（Eduardo Duhalde）总统政府 2002 年停止了货币发行局制度，同时贬值阿根廷比索，强制要求外币存款必须转换成阿根廷比索。

灾难性的经济政策制造出恐惧，并因此推动资本转出。这方面的一个案例是欧洲主权债券危机时的西班牙。当时市场担忧西班牙可能被迫离开欧元区，当地的欧元账户可能变成新的西班牙货币比塞塔账户，推动 2011 年月 1 日至 2012 年 10 月 31 日高达 3430 亿欧元流出。[6] 大量政府数据也显示大量资本从意大利、希腊和葡萄牙逃出。

正如之前案例所清晰展示的那样，危机的性质可能影响投资者对安全资产的选择偏好。有两个相关的问题是：

- 你要防范什么？
- 你要防范多久？

有时，周期性的转向不同安全资产行为，反映了未来事件的矛盾性观点。比如，在全球金融危机期间，市场担忧全球中央银行可能贬值货币，以刺激全球经济，这导致许多市场参与者投资于黄金。同时，市场还担忧经济疲软，认为中央银行可能购买大量政府债券，这导致有些市场参与者买入政府债券。截止到 2013 年年初，黄金和国债都表现良好。然而，如果黄金的拥趸正确，通胀势必要急剧增强，那么国债的持有者就会面临极大的债券泡沫。相反，如果通胀保持温和，黄金的持有者可能不会实现他们期望的收益。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

黄金

黄金是世界上最有名的“安全”资产。它已经被用作交易媒介长达数千年了，并且在流行文化中根深蒂固，它已经被应用于各种专用短语词汇，比如“一诺千金”“黄金之心”“黄金法则”“黄金时代”。黄金已经作为一个积极的词而经常被用来传达财富观和价值感。但是黄金是否具有储存的价值？是否适合长期储存？许多人，比如已故的国际外汇分析师法兰兹·匹克（Franz Pick）博士说过：

> “买些黄金并且持有它，那是通往成功的钥匙。”[7]

如果只制造和保护财富那么简单轻松的话，黄金相对而言是比较具有长期储存价值的。然而，不到10年的时间里，黄金表现得并不稳定，价值储存不可预告，它也像其他资产一样受到泡沫和危机的冲击。

黄金被长达数千年地认为具有储存价值，但是它值得这个声誉吗？在过去的200年里，黄金赢得了它的储存价值声誉。在1802～2001年间，投资1美元在股市上可以生成599 605美元，投资在债券上会产生952美元，投资在国库券商会产生304美元。[8]虽然周期比任何人的寿命还要长，但是这些投资都有很大的回报（所有这些数字，包括黄金都是经通货膨胀调整）。

黄金表现怎么样？如果你的曾曾祖父当年成立了一个黄金信托基金，你会有多少钱？好吧，你会失去不少金钱的。在1802年投资于黄金的每1美元现在只值0.98美分。[9]虽然储存价值不算差，但是从

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

长远来看肯定没有办法来增加你的财富。至少黄金的表现比美元要更好更显著一点，1802 年的 1 美元，在 2001 年只值 7 美分。

甚至一些证据表明，在一个极长的周期里，黄金已经回到 0%。世界黄金协会的斯蒂芬 · 哈姆斯顿（Stephen Harmston）发表的文章“黄金的储存价值”中提到，一盎司的黄金可以买到与巴比伦国王尼布甲尼撒二世在位时数量一样的面包。

> “换句话说跨过 2500 年的黄金保留了其购买力，至少相对于面包，且实际利率曾回到 0%”。[10]

如此历史看来，黄金没有辜负它的声誉和财富储存价值。但是投资股市已经有着数百年来已经被证实的能获得财富增长和不可思议的收益时，你为什么会只是想维持财富？从逻辑上说，其中一个原因可能是，你预期股价会在一段时间内表现不佳。在不可避免冲击的市场崩溃中，黄金被视为一种保存财富的手段。或者你看到一个重大的危机来了，要规避风险，为最坏的情况做好准备。如果发生了这些情况，黄金一定是你的好朋友，对吗？不仅如此，你可能还想从这种投资中获得一点收益。

但答案是，不一定。

作为交易者或者投资者，你主要关心财富的保值增值。尽管黄金具有安全资产的美好声誉，但并不一定能保证财富价值，即使是短期内。用历史做指导，长远来看它并不能给人们展示令人印象深刻的回报。

最主要问题在于，黄金并未在每一次危机中增值，而且自身还受到危机的影响。黄金在 20 世纪已经经历了好几次泡沫时期。尽管这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有利于在泡沫期前进入市场的投资者，但对于那些在泡沫期投资黄金的投资者来讲，黄金并不是可靠的价值资源——事实上，对于那些交易者来说，黄金摧毁了他们的财富。

比如，某位投资者于 1980 年 1 月 21 日在现货市场以 850 美元 / 盎司的价格——白银操纵事件时的高点——买入黄金，然后于 2012 年 10 月 31 日以 1710 美元 / 盎司卖出。名义上是赚了，但其实是亏钱的。因为通货膨胀贯穿了 1980 年 1 月至 2012 年 12 月，投资者要想做到盈亏平衡，就必须得以 2527 美元 / 盎司的价格卖出。再加上名义利得要缴纳的税费，黄金还得上涨到更高位置（这还不算存储费和保险费）。所以教训就是：时间就是一切！

那么黄金在金融危机时期和世界大战时期表现怎么样呢？在这种非常不确定的时期和破坏性时期，黄金价格一定飙升，对吗？不，哈姆斯顿博士在同一篇文章中提到，第一次世界大战、第二次世界大战期间还有随后的时间里黄金大幅下跌。[11]

具有讽刺意义的是，在当今社会历史上两次最大的危机——两次世界大战中，黄金实际上是贬值的。两次世界大战是两段极端的毁灭时期，到处是人口死亡、不确定性、供给问题、混乱等，然而黄金作为安全资产实际上是贬值的。

还有一个现代故事。雷曼兄弟在 2008 年 9 月 15 日，星期一惊艳破产，从而引发了大家预期到的黄金大幅上涨。该涨势持续了数周，但是较为短暂，因为到了 10 月底，黄金的价格又重新跌倒了雷曼兄弟破产前的价格。2007 ~ 2009 年全球金融危机过程中，黄金价格下跌。彭博社报道说：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

> “2008 年 10 月，黄金价格下跌 18%，是大萧条以来最为严重的下跌。”[12]

也就是说，全球金融系统 1929 年以来最大规模的冲击，市场部确定金融系统最终能维持下跌，而在此时的黄金作为安全资产却贬值了。

确定地说，黄金价格在之后的两个月上涨了 20% 还多。[13] 类似的案例发生在 2011 年的 9 月 23 日，当时主权债务危机愈演愈烈，黄金竟然下跌 100 美元 / 盎司，两日跌幅达到了 9.3%。[14]

关键在于，黄金和其他任何资产一样，事实上并不总是在危机期间上涨——尽管其拥有这样的称号。事实上，一份研究显示，黄金在投机和对冲方面的受欢迎程度在增加，意味着它可能不再是有效的安全资产。[15]

再强调一次，投资于黄金是否盈利，取决于你进在何处，出在何处。任何在 2011 年 7 月黄金创下超过 1900 美元 / 盎司价格时买入的人，在截止于 2013 年 2 月时仍然承压。短期资金转向安全资产黄金，可能使投资黄金是盈利的。比如，2008 年 3 月 1 日黄金价格突破 1000 美元 / 盎司，此前贝尔斯登被迫以 2 美元 / 股的价格卖给摩根大通的消息公布后市场大幅下跌。但是黄金涨势并未持续，仅仅几个交易日后就又急剧下跌。

说到现在，很明显，黄金并非是危机期间总能上涨的资产，更别提保值了。然而，公平地讲，这并不是说黄金就是差的“安全”投资，也不是说黄金在每次危机中都会贬值。事实上，2001 年“9·11”恐怖袭击后，黄金确实上涨了 8%。[16]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

安全都是相对的。在第二次世界大战期间，黄金很明显跌幅小于纳粹货币，战后只有部分纳粹货币能兑换成德国马克。日本无条件投降后，香港的军事日元完全没了价值。那时被走私或者被保护起来的黄金可能是更好的价值储藏品，要比一栋欧洲的豪宅好得多。这些情况听起来似乎有些无厘头，而且我们也希望它们不会发生。这些例子被拿出来，是想强调一个要点，即风险是持续在变化的，而且那些有时看起来安全的资产，通常很快会很明显地变得有风险。因此警觉和多元化是成功资产保值策略的标志——不依赖于任何一种被认为“安全”的资产。

黄金有很多优良品质，包括长时间作为货币，近乎全宇宙的可接受程度，以及相对优良的可携带性。不过，它也缺乏数个人们认为它具有的优良品质：在大型危机期间升值以及可靠的保值功能（无论是低于 10 年还是更长时间）。图 10-5 对比了黄金和道琼斯指数的走势。

黄金，像其他任何资产一样，总是“值些钱”，但它是否是个可靠的价值储藏品，还仍然是个问题。20 世纪 80 年早期买入黄金的人在 21 世纪头 10 年的中间，获得的还是名义上的负收益。谁如果在那个时候投入到股市上，即使卖在 21 世纪头 10 年中间的低点，也能获得 8 倍于期初投资额的收益。卖在高点就是 18 倍。[17]

在最近几年中，黄金从 2001 年出现大幅上涨，受金融危机影响增值不少。然而，这一观点，即黄金总是个可靠的价值储藏品，或者黄金总能在金融危机期间上涨，与历史表现相比并不一致。总之，黄金可能是个良好的投资，但并不总是安全的投资。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

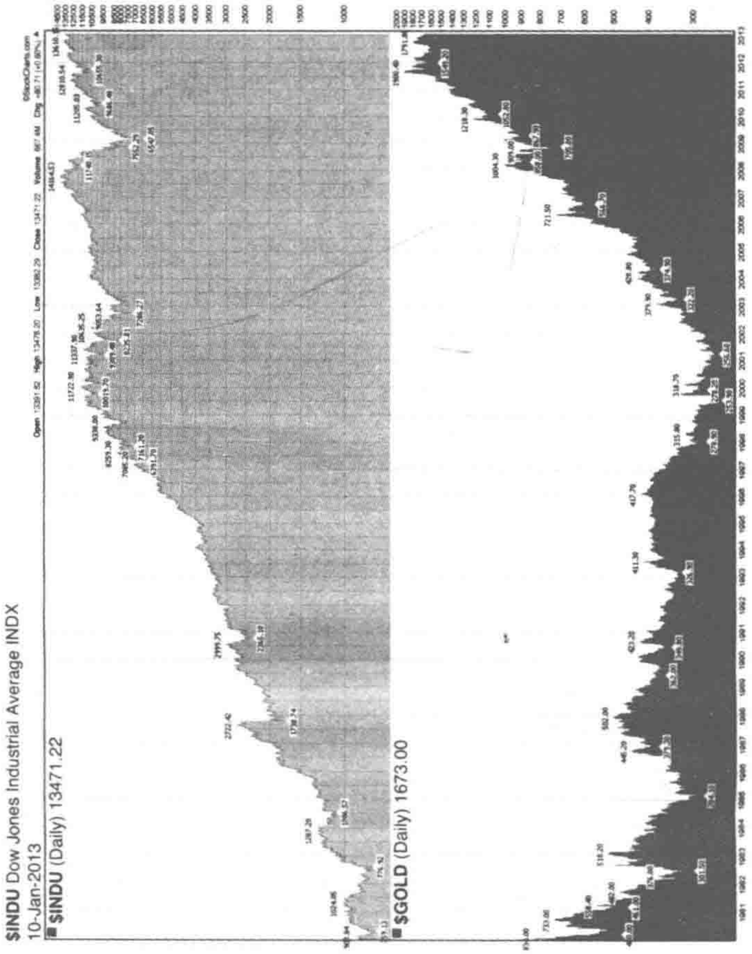


图 10-5 黄金和道琼斯指数走势

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

美国国债

除了黄金，美国国债也被普遍认为是可转向的安全资产。鉴于受到“美国完全的信用”支撑，美国国债被认为是“安全”资产。当然，任何债券都可以是安全的，只要发债方的偿债能力保持良好。尽管美国违约看起来极端不可能，因为美国政府总能印钞以偿还债务，但是标普将美国信贷评级从 AAA 下调至 AA+，强调了以下事实，即美国的国债收益率可能不再是真正无风险的收益率。[18]

美国国债的例子也能说明资金转向的安全资产——即使是不同期限的国债之间也会随时间而变化。转向安全资产过去常常指的是转向购买美国短期债券（也就是 1 年期内的），而非购买美国长期国债。1987 年 10 月 16 日周五美国道指下跌近 4%，促使资本转向安全资产，推动美国短期国债价格大幅上涨，但是美国长期国债并未上涨。1987 年 10 月 19 日周一股市暴跌 23% 时，美国长期国债还下跌了。然而，隔夜美国长期国债录得单日最大涨幅。自此以后，美国股市急剧下跌往往意味着美国长期国债的上涨。

投资于美国国债的投资者要承受以下风险，即国债收益可能不会完全补偿实现通胀（realized inflation）带来的资本损失。鉴于利率仍然处于极低水平，巨额的联邦预算赤字可能持续数年，美联储也积极进行第三轮的量化宽松计划，因此如果实际利率上涨，或者通胀增加，国债持有者将处于非常危险的境地。

2012 年 9 月早期，30 年期国债收益率为 3.27%。[19] 当时，实际通胀率在 3.6% 左右。假设在近期进场，预期通胀率为 3.6% 左右，那么

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

买入长期国债的投资干的就是亏钱的投资。这是因为近期的通胀率高于国债收益率。鉴于名义资本利得是征税的，即使实际资本利得并不存在，投资者也要获得高于预期通胀率的收益。有人认为，这意味着市场认为预期的通胀率大幅低于 3.27%。

货币

2011 年，瑞士法郎作为欧洲债务危机时期的“安全资产”大幅上涨。媒体大肆鼓吹，比如 forexblog. com 就曾在 2011 年 6 月 23 日表示：“瑞士法郎是唯一安全的货币资产。”[20] 真希望它们没有投资于瑞士法郎，因为不到 3 个月就发生了令人震惊的变化。

2011 年 9 月 6 日，瑞士国家银行宣布将采取积极措施抑制瑞士法郎升值：

> “瑞士法郎当前被大幅高估，对瑞士经济产生明显威胁，带来通缩风险。”
>
> “瑞士国家银行因此致力于持续地打压瑞士法郎。作为当下措施，央行不再容忍欧元 / 瑞士法郎低于 1.20 的水平。瑞士国家银行将以最大决心强化这一最低汇率，准备无限买入外币。”
>
> “即使欧元 / 瑞士法郎在 1.20 的水平，瑞士法郎仍然高企，应该持续贬值。如果经济前景和通胀风险需要，瑞士国家银行将采取进一步措施。”[21]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

货币经济商 World First 的首席经济学家杰里米·库克（Jeremy Cook）解释道：

> "瑞士法郎在过去 15 分钟贬值 9%，这种幅度让过去 10 年来雷曼兄弟以及其他地缘政治事件所引发的影响都相形见绌。"[22]

彭博社的报道说，瑞士法郎对美元迅速贬值 9.5%，对 16 个最常交易的货币最少贬值 8.2%。[23] 挪威克朗对 16 个最常交易的货币上涨，这促使位于伦敦的施耐德外汇交易公司首席市场分析师史蒂芬·盖洛（Stephen Gallo）认为，克朗成为瑞士法郎的替代货币。他表示：

> "今日挪威克朗对大多数货币表现强势，意味着欧元—克朗成为欧元—瑞士法郎的替代货币对。"[24]

挪威克朗不是唯一的作为安全资产吸引注意力的货币。有些投资转向了日元。作为全球最大的经济体之一的货币，这种选择看起来再自然不过。2012 年 7 月 10 日，汇丰银行货币战略师达拉·马赫（Daragh Maher）表示，日元作为避险货币已经达到确凿无疑的顶部。[25] 他对日元极其有信心。他还认为，"我们正在耗尽避险资产。"[26]

然而，此处的前景仍然是不乐观的。2012 年，日本债务—GDP 比率据估计达到了 236%，[27] 当时西班牙也才 79%。日本还要应对通缩，麦格理集团的亚洲经济部主管理查德·杰拉姆（Richard Jerram）表示，这一情况"相当有害"。[28]

然而，尽管前景黯淡，自 2007 年以来日元仍然缓慢而确定地兑

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

美元升值。2013 年 1 月 22 日，日本政府和日本银行发表联合声明，宣布通胀目标为 2%，因此日元的前途还很不确定。[29] 一些观察家担忧，日本当局打压日元的举措可能引发货币战争。[30] 简单地说，货币领域无安全资产——只有不断变化的风险程度。

那么，货币领域的巨无霸——美元的情况又怎样呢？它仍然是世界性的储备货币。它的流动性最大，也最常被使用。在近期针对对冲基金经理的一份调查中，美元以 48% 的比率仍然占据最大的避险货币首位。[31] 瑞士法郎的受青睐程度是 20%，挪威克朗为 10%，英镑、澳元、日元和加拿大元分别为 9%、7%、3% 和 3%。

经常被提到的美元最大的优势在于其流动性。进一步来说，在这个关键时刻，还没有哪个货币能代替美元。唯一的候选者欧元（截止到 2013 年早期）还深陷于能不能生存下去的境地中，更别提成为全球贸易的稳定交易货币替代者了。

货币在任何投资组合中都扮演着关键角色，尤其是在流动性危机中。在流动性危机中，现金（或者其等价物，比如国债）为王，也是唯一重要的资产。然而，长期来看，持有现金通常是摧毁财富的重要方式。

现金是许多人在危机期间向其转移的资产，而且有着良好的理由——一是基于流动性，一是在大多数危机中（除了货币危机）现金是最重要的。通常，现金提供确定性。然而，在所有资产类别，如股票、债券、国债、现金和黄金中，现金在保值方面表现最差——200 年后只剩 7% 的价值。这就是财富保值令人纠结之处。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

财富保值的矛盾

最常被认为“安全”的价值储藏资产都有一个摧毁财富的可追溯记录。

从某种程度上说，这才完美。投资者因为承受风险而受到奖励。垃圾债券比国债利息更高。然而在增长性经济体中，在充满通胀的世界里，害怕承担风险可能带来明显的摧毁财富的后果。

因此，弄清楚你在某一个安全资产中到底要寻求庇护多久，是个重要的问题。危机之后，避险资产可能狂跌不止。随着市况的变化，避险资产可能成为抛盘的主流，更别提什么安全性了。

事实上，财富保值的矛盾之处正在伤害到一类人，他们曾经从股市提供的增长潜力中获益最多。盖洛普做过一项有关投资态度的调查，发现：

> “高收入的和受过大学教育的美国人更喜欢股票市场和共同基金，然而低收入的和未受过大学教育的美国人更喜欢储蓄账户，最多买入信贷违约掉期。”[32]

这在金融危机顶峰期间可能是正确的态度，但长期来看对财富增值来说完全是令人恐怖的策略。他们还提到，近期的价格趋势强烈影响到了许多美国人的观点，即美国股市到底是不是受青睐的长期投资。[33]

因此，普通投资更可能在错误的时间投资于市场。这种思维类型本质上产生了“买在高点，卖在低点”的策略，而这种策略正是因为试图使财富保值而非增值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

最终，那些只是寻求财富保值的人持有过长时间的避险资产，可能最终损失掉财富。防御性投资可能在不确定性集中时是聪明的手法——但是它并不是财富增长的长期策略。你要了解风险规避和风险最小化的差别。在两者之间正确选择变得更难，尤其是在市场看起来从“风险追逐”变为“风险规避”时，反之亦然，这一点和 2011 年的大部分时候以及 2012 年的部分时候差不多。

什么资产安全

除了物质需求比如衣食住行，什么东西在任何时候都具有价值是个高度主观的问题。

从投机层面说，每一项资产面对大型的价值波动都是脆弱的。盐一度来说对世界经济至关重要。罗马士兵发的薪水就是盐。这一传统影响至今，因为薪水（salary）一词就是来自拉丁语 salarium argentum（买盐的钱）。[34] 盐就是一个资产保值的好例子，被当作薪水被士兵接受——只是现在盐已经太便宜了，能随意洒在 99 美分的法式炸薯条上。

具有讽刺意味的是，尽管盐在现代不再被看作价值储藏品，但是有人认为作为价值储藏而言它比黄金更加持续。

黄金也受到数次大型泡沫以及之后大型崩溃的摧残。尽管这能使投机者从中获利颇丰，但是它损害了黄金作为价值储藏品的声誉。也许罗马人才是对的。

长期而言，明智的投资者必须分散化（以防范任何一种资产类别发生突然的冲击），随着时间做出改变（随着时间调整权重和资产类

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

别）。某些资产从长期来看表现良好，比如股票。然而，这类资产在风险规避时期，不可能有什么需求，那时投资者正忙于转向安全和更优质的资产。

即使是优质资产的仲裁者，即评级机构，也在 AAA 资产方面达不成一致。《金融时报》的尼科尔·布洛克（Nicole Bullock）曾经写到，惠誉不认同被标普评为 AAA 的一次债券发行评级，因此失去了为此次发行评级的机会。

惠誉的保守立场导致其失去被邀请参与评级的机会，因此潜在地让投资者了解不到某些风险。这恰好强化了以下观点，也就是即使 AAA 评级也未必是真正的 AAA，而且并非所有的评级机构在任何一类资产的安全性上保持相同观点。

交易经验

历史的经验显示，投资于股票市场是保持财富增长的最好方式之一。然而，正如经济学家约翰·梅纳德·凯恩斯所说的那样：“从长期来说，我们都要死。”投资者必须能从短期的冲击中生存下来，保护其财富，而且这意味着要周期性地将资产转入避险资产中。然而，长期实现财富增值又要求资金进入风险资产中。

真正重要的是，所有的资产类别都有大量的、不断变化的风险，因此频繁地重估你的风险程度就很必要。

单纯地关注你持有的资产类别的风险还不行，还要评估整体的市场风险程度和其他较为流行的资产类别市场风险程度。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

现金和黄金短期内能做到财富保值，但是过去 200 年来（黄金方面）财富其实是在缩水，或者（现金方面）价值丧失殆尽。历史的表现说明，黄金可能是个好投资，但并不总是安全的。

另外一方面，现金在流动性危机中不可或缺——但是把绝大多数资产保持在现金形式长期而言是增加财富的糟糕手段。你要随着时间改变你的策略。你肯定想在市场上涨时最大化收益，但是要明智地意识到：好时光或者差时光都不会永远持续。

多元化在正常市场能针对风险提供保护。然而，在金融危机期间，多元化可能不会帮到大忙，因为风险资产的相关性接近 1。你可以在好时光足够保守，以至于能有优势熬过差时光。你要为差时光做好准备，也需要做好准备抓住好时光的机会。

尾　注

1. Von Mises, L, *Human Action*, p. 113, Yale University Press, 1949.

2. The effective collapse of Northern Rock Bank in 2007 and its subsequent nationalization in 2008 is a puzzling exception. *The Economist* attributes the bank run partly to the bank's greater reliance on funding from the wholesale money markets than from retail deposits. *The Economist*, "Lessons of the Fall." October 18, 2007. http://www.economist.com/node/9988865.

3. Armitstead, L., "Iceland Shows Cracks as the Krona Crashes." *The Telegraph*, March 23, 2008. http://www.telegraph.co.uk/finance/newsbysector/banksandfinance/2786820/Iceland-shows-cracks-as-the-krona-crashes.html.

4. Ibison, D., "Iceland Threatens Direct Intervention in Markets." *Financial Times*, April 2, 2008. http://www.ft.com/intl/cms/s/0/051a47fc-0059-11dd-825a-000077b07658.html#axzz2D8uCUCHX.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

5. Ibison, D., "Iceland Nationalises Straumur-Burdaras." *Financial Times*, March 9, 2009. http://www.ft.com/intl/cms/s/0/22db4400-0c86-11de-a555-0000779fd2ac.html#axzz2D8uCUCHX.

6. Aguado, J., "Capital Leaves Spain for 14th Month Running." *Reuters News*, October 31, 2012. http://www.reuters.com/article/2012/10/31/us-spain-capital-idUSBRE89U0JR20121031.

7. Amerigold Hall of Quotes. Dr. Franz Pick. http://www.amerigold.com/hall_of_quotes/

8. Mobius, M., *Equities: An Introduction to the Core Concepts*. John Wiley & Sons (Asia) Pte. Ltd. 2007.

9. *Ibid.*

10. Harmston, S., "Gold as a Store of Value." World Gold Council, Research Study No. 22, November 1998. http://www.newworldeconomics.com/archives/2011/041011_files/WGC%20purchasing%20power%20of%20gold%20copy.pdf.

11. *Ibid.*

12. Roy, D. and N. Larkin, "Gold Plunges More Than $100 as Investors Sell." *Bloomberg News*. September 23, 2011. http://www.bloomberg.com/news/2011-09-23/gold-declines-more-than-100-in-new-york-on-sales-driven-by-margin-calls.html.

13. *Ibid.*

14. *Ibid.*

15. Baur, D. G. and K. J. Glover, "The Destruction of a Safe Haven Asset?" August 31, 2012. Available at SSRN: http://ssrn.com/abstract=2142283 or http://dx.doi.org/102139/ssrn.2142283.

16. Miley, J. "The US Economy Since 9/11." *Kiplinger*. http://www.kiplinger.com/slideshow/September_11_economy/7.html#top.

17. StockCharts.Com, Historical Chart. DJIA vs. Gold. 1980–Present. http://stockcharts.com/freecharts/historical/djiagold1980.html

18. "United States of America Long-Term Rating Lowered to 'AA+' Due to Political Risks, Rising Debt Burden; Outlook Negative." *Standard & Poor's*. August 5, 2011. http://www.standardandpoors.com/ratings/articles/en/us/?assetID=1245316529563

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

19. Braham, L., "The Risks Lurking in 'Safe Haven' Treasury Bonds." *Bloomberg News*. September 14, 2011. http://www.bloomberg.com/news/2011-09-13/the-risks-lurking-in-treasury-bonds.html.

20. Kritzer, A., "Swiss Franc is the Only Safe Haven Currency." *Forex Blog*. June 23, 2011. http://www.forexblog.org/2011/06/swiss-franc-is-the-only-safe-haven-currency.html.

21. "Swiss National Bank, "Swiss National Bank Sets Minimum Exchange Rate at CHF 1.20 per Euro." press release, September 6, 2011. http://www.snb.ch/en/ifor/media/id/media_releases?LIST=lid1&EXPAND=lid1&START=41#lid1.

22. Wearden, G., "Swiss Bid to Peg 'Safe Haven' Franc to the Euro Stuns Currency Traders." *Guardian*, September 6, 2011. http://www.guardian.co.uk/business/2011/sep/06/switzerland-pegs-swiss-franc-euro.

23. Bennett, A. and L. Meakin, "Franc Plunges Most Ever Versus Euro." *Bloomberg News*, September 6, 2011. http://www.bloomberg.com/news/2011-09-06/franc-slides-against-dollar-euro-as-snb-vows-to-stand-by-currency-target.html.

24. *Ibid*.

25. "'Yen Is Top Safe Haven Currency'" HSBC's Maher Says." *Bloomberg News*, July 10, 2012. http://www.washingtonpost.com/yen-is-top-safe-haven-currency-hsbcs-maher-says/2012/07/10/gJQAvngBbW_video.html.

26. *Ibid*.

27. Bernard, S.L. and V. Cignarella, "Japan's Safe-Haven Status Won't Defy Logic Forever." *Wall Street Journal*. August 10, 2012. http://online.wsj.com/article/SB10000872396390443404004577580994012343760.html.

28. Ito, A., "Japan Learns to Live with Deflation." *Businessweek*. January 27, 2011. http://www.businessweek.com/magazine/content/11_06/b4214014587950.htm.

29. "Joint Statement of the Government and the Bank of Japan on Overcoming Deflation and Achieving Sustainable Economic Growth," January 22, 2013. http://www.boj.or.jp/en/mopo/mpmdeci/state_2013/index.htm/.

30. Fujioka, T., and S. Kennedy, "Japan's Amari Says Markets Sets Currencies Amid Yen Criticism," *Bloomberg News*, January 27, 2013. http://www.bloomberg.com/news/2013-01-26/amari-says-japan-s-focus-is-to-end-deflation-amid-yen-criticism.html.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

31. Dickinson, C., "U.S. dollar is preferred safe haven currency for hedge fund managers, according to poll results." *Hedge Funds Review*. July 18, 2012. http://www.hedgefundsreview.com/hedge-funds-eview/news/2192648/us-dollar-is-preferred-safe-haven-currency-for-hedge-fund-managers-according-to-poll-results.

32. Saad, L. "Americans' Faith in Stocks as Best Investment Partly Restored." April 27, 2010. http://www.gallup.com/poll/127529/americans-faith-stocks-best-investment-partly-restored.aspx.

33. *Ibid.*

34. Cowen R. "The Importance of Salt." May 1999. http://mygeologypage.ucdavis.edu/cowen/~GEL115/salt.html.

35. "Gold to Salt Price Ratio. Illusion of Prosperity." June 8, 2010. http://illusionofprosperity.blogspot.com/2010/06/gold-to-salt-price-ratio.html.

36. Bullock, N., "Agencies at Odds Over Ratings." *Financial Times*. April 8, 2012. http://www.ft.com/intl/cms/s/0/66738d12-7f5b-11e1-a06e-00144feab49a.html#axzz2D8uCUCHX.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

SHOCK MARKETS

第 11 章

为什么大多数交易者都会亏损

"截断亏损，让利润奔跑。"

——交易箴言

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

没有什么比下面这个问题对交易更重要：谁盈利了，从谁那里盈利的？交易盈利在市场里不是平等分配的。相反，它们主要集中在少数人手中。许多大型投资银行也有在交易中亏钱的少数日子。《金融时报》2011 年 3 月 2 日报道了 2010 年的一些情况：

> “第一季度高盛交易员亏损了 25 个交易日，JP 摩根只有 3 个，摩根士丹利 2010 年亏损了 38 个交易日。”[1]

大型投资银行和商业银行经历不均等的盈利天数，这事并不稀奇。此外，许多的盈利日一直盈利性很好。比如，《金融时报》2010 年 3 月 2 日报道说：

> “去年高盛在 131 个交易日中净交易收入达到至少 1 亿美元（6700 万英镑），至少是其他交易日的 1 倍。”[2]

除去周末和假期，一年大约有 252 个交易日。这意味着高盛在 2009 年一半多的时间获得了 1 亿美元的收入。如何解释高盛、JP 摩根以及摩根士丹利较少的亏损日，以及高盛例子中较大的盈利金额等这些极佳的交易业绩？较少的亏损日在银行可能追求的交易策略方面又说明了什么？这些问题的答案是，一致性的交易盈利大部分来自做市，扮演中间人的角色。尽管做市或者说流量交易（flow trading）也是交易的一种形式，但是它蕴含的风险是有限的。此外，这也是大多数零售市场参与者想做也做不了的事。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

银行

做市是个重要的经济功能，但是一些观察家对银行这方面的盈利规模持模糊态度。盈透证券创始人、亿万富翁托马斯·彼得菲（Thomas Peterffy）认为，银行做市盈利很大，因为衍生品极大的交易量就是证据：

> “问题的根源通常是经纪商的贪婪短视行为。银行只是客户的对手，银行利润并未披露但是相当巨大。即使是温和的估计，从全球范围来看也每年超过了 1000 亿美元。客户是这些交易的对手。客户的损失就是银行利润的另一面。”[3]

这并不是说他痛恨自由市场，也不是说他是个不懂现代市场的路德派。相反，彼得菲先生呼吁的是对他看到的系统缺陷进行改革。

许多投资银行也进行自营交易。然而，大型并一致的交易盈利仍来自于做市。投资银行从流量交易中所获利润来自固定收益市场、货币市场和商品商品（既有现货市场，也有柜台衍生品市场）。所获利润源于银行站在机构投资者订单流的对立面，而非来自个人交易。投资银行相对于交易所交易市场具有相对的不透明性，这也使其受益。

投资银行从流量交易中获得的交易盈利一贯性，在高频交易公司巨大而持续的盈利能力面前，就显得相形见绌了。近期一份有关标普 500 迷你股指期货市场的研究显示，高频交易公司一致性盈利强悍，夏普比率（用以衡量承受每单位风险所带来的收益，经常是两位

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

数）不可思议。[4]这意味着其盈利已经不单单是对承担风险的补偿。这是因为这些公司使用了普通交易者难以模仿的低风险策略，进行数以千计、实际无风险的小型交易。它们速度快，下手狠，以毫秒水平观察市场，专注度和推动力只有机器能够做到。大多数标普500迷你股指期货市场的参与者做不到这一点。高频交易公司高得出奇的毛利润（以及很好的净利润）意味着，其操作的极短期的市场并非有效。速度更快、操作更为激进大胆的高频交易公司——也就是流动性承接者获利更多。[5]

让我们把银行和高频交易公司持续交易盈利的报告，和许多个人零售外汇交易者的经历做个对比。《巴伦周刊》报道说，通过专门外汇交易公司交易货币的个人每天交易1250亿美元，普通交易者一天交易数笔。然而，尽管交易成本相对较低：

> “大概3/4通过外汇公司交易的个人是亏钱的，每年的客户流失率达到15%～25%。”[6]

该文章进一步提到，外汇公司在每一客户身上所获年收入几乎与客户平均账户规模相等。[7]

尽管期货的杠杆比零售外汇市场小，期货交易频率也更低，但小型期货交易者身上也出现了类似的现象。外汇交易和期货交易一样都是零和游戏（也就是说，某人赚取的每一美元都是来自对手方亏损的一美元），而且这还不算交易成本。[8]那么，自然地问题来了：如果市场是有效的，为什么这么多的小型外汇和期货交易者还会亏钱？忽略交易成本，如果市场是有效的，赢家和输家的数量应该是大致相等才

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对。无论市场是否真的有效，是否真的接近有效，“如此多的小型交易者是亏钱”这一事实很大程度上反映了他们不佳的交易实操。

大型银行和许多高频交易公司程序化交易操作的巨大持续盈利能力令人艳羡，令个人交易者备感挫败。个人交易者是否也有希望盈利？当然，你不必奢望打败大型银行或者高频交易公司。相反，个人交易者一定要寻找超越做市的交易机会，还要更长时间地持仓。他们还要追求策略，并采用止损的交易规则。

行为金融学

交易关乎通常但并不总是处于不确定性的条件下的决策行为。较为普遍的是决策时间周期较短。经典的经济理论假设个人能做出理性经济决策，并假设个人都是理性的、规避风险的，并努力最大化预期财富（更准确地说，正如经济学家所主张的那样，是他们预期的财富效用）。在一个不确定的世界里，这意味着交易者会利用统计理论指导其冰冷的金融决策。考虑到大多数人并不符合严格理性的定义，那么又是什么推动其做出决策的呢？

很长时间以来的一种说法是市场的运行基于恐惧和贪婪，而现在科学界已经支持了这一主张。经济学和金融学领域一个日益成长的分支认为，行为因素影响决策，这就是行为金融学。该学科认为投资者行为处事并不总是理性，而不能理性行事就可能影响投机价格的表现。不能理性行事，是因为投资者频繁地受制于各种认知错觉，这类似视力错觉，但是与认知是如何被扭曲的有关。也就是说，交易者受

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

到决策陷阱的影响。避免大型交易损失就是避免决策陷阱。行为因素有很多，最与交易有关的主要是过度自信、风险规避、损失规避、处置效应、思维锚定以及在决策中不利用统计数据。

过度自信

投资者往往对其预测未来的能力过度自信。Brad Barber 和 Terrance Ddean（2011）的研究显示过度自信在性别上存在差异[9]。男人比女人更可能表现得过度自信。过度自信的一种情况是，市场参与者更频繁地感到意外。交易者通常并不是预期频繁出现的宽幅空间，这会引发更大的预测错误，也会引发更大的市场走势，这种走势是对被预测错误的消息的回应。当然，还有其他情况。比如，过度自信的交易者交易得更为频繁，招致更高的交易成本，获得的利润下降，甚至招致更大的亏损。因为他们过度自信，因此交易规模更大。他们总是截断利润，让利润溜走。他们总是承接更多的风险。也就是说，他们的证券头寸多元化不足，因为他们相信他们是对的。

风险规避

经典的经济理论认为大多数人是厌恶风险的。其中一种结果就是，一项投资的潜在风险越高，投资者需要的预期收益越高。在面对以下两种选择时：0.7 的概率获得 10 万美元或者一无所获，确定性地获得 7 万美元现金，风险规避的个体会选择确定性地获得 7 万美元现金，因为两种选择的预期价值是一样的，但是现金抉择的风险更低。与之相反的是，追求风险的个体会选择 10 万美元，而风险中性的个体会认为两种选择没什么不同。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

损失规避

当存在潜在损失时，损失规避会转变大多数人的风险偏好倾向。具体来说，损失规避意味着，投资者愿意承担风险，以避免某种潜在风险。也就是说，投资者在面对潜在风险时，表现的是风险偏好的行为，但是在面对潜在收益时，表现的是风险规避的行为。相比于为了获得盈利，大多数人更可能会为了阻止损失实现，而承担更大风险。这里有一条重要的交易结果——也就是说，大多数人不愿截断亏损。这正是你不想做的事。颇为讽刺的是，这种本能导致交易者将资金冒险在资本保值上，而非冒险在追求盈利上。

处置效应

与损失规避紧密相连的就是处置效应。这意味着，投资者更可能处理掉盈利的交易而保留亏损的交易。许多个体表现出了这种行为。学术文献中有证据显示，许多个人在获利后表现出更大的风险承担行为，但在亏损出现后承担风险更少。这就是“赌场盈利效应”。[10] 也就是说，他们不把账面上获得的盈利当作自己的钱，因此更愿意冒险。

心里锚定

心理锚定指的是关注或者过度强调信息的某一方面的倾向。许多投资者关心他们在某一证券进场时的价格，而且如果他们亏钱的话，出场的目标位就是盈亏平衡位（也就是不亏损时）。这是另外一个因素，正是它导致交易者持有亏损头寸，甚至更糟糕的是，导致交易者参与到承担较大风险但是收益为零或者极小的交易中去。当持有亏损

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

头寸时，不要担心你在哪儿进场，好好关心你可能在哪儿出场吧。

经验法而非统计数据

Kahneman 和 Tversky（1979）曾认为，个体在不确定的情况下不会利用统计理论做决策。他们表示，大多数个体利用经验的方法，或者常规的经验法则做决策。[11] 因此，所做的决策中可能出现巨大的系统性错误。比如，Kahneman 和 Tversky 认为，个体总是偏好于将代表性当作预测的基础。代表性还可以被看作是一种既定成见。然而，使用经验的方法忽略了个体在评估概率时应该使用的某些因素，包括先验概率（事情发生的基本频率）等。贝叶斯定理是，一特定结果发生的概率取决于出现的情况、样本规模（概率独立于样本规模）和后验概率（样本来自特定数量的概率）。Kahneman 和 Tversky 的研究结论之一是，个体在做出决策时并不利用贝叶斯定理将信息统一起来。这可能引发非理性和次优的决策行为。

遵循这一情况，个体可能将大型样本概率适用于小型样本概率。经典的例子是下面这个著名的实验，即两组分别抛掷硬币 20 次，然后记录正反面的次数。不同之处在于，一组抛掷一枚想象的硬币，另外一组抛掷一枚实际硬币。抛掷想象硬币的一组往往正反面的结果是一样的，而抛掷实际硬币的一组会出现连续的正面或反面。抛掷想象硬币的一组将大型样本概率（正反面各 50%）强加到了小型样本上，因为他们忽略了小型样本中连续出现某一面的可能性。这个实验对交易的主要意义在于，你要注意不要将应用于大型样本的概率（和策略）应用于小型样本。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

两个损失的故事

尽管高频交易公司在标普 500 股指期货市场取得了令人不可思议的业绩，但其实损失是交易或者投资必然存在的一部分。这既适用于新手，也适用于老手。请考虑两个案例，一个是流氓交易员，一个是主权财富投资者。2008 年 3 月，新加坡政府投资公司（GIC）作为新加坡两大主权财富基金之一，以 150 亿美元收购了一家大型瑞士银行 UBS 的大量股份。[12] 然而，对 GIC 而言不幸的是，在其投资后不久 UBS 就开始下跌。尽管出现大量的浮动亏损，GIC 继续持有 UBS 股份，2011 年还宣布将继续持有该股份许多年。[13] 然而，2011 年的 9 月份，事情进一步恶化，因为 UBS 发现其内部一位交易员基库·阿杜伯利（Kweku Adoboli）在未获授权的交易中损失了 23 亿美元。2011 年 9 月 20 日《金融时报》报道说：

> "GIC 现在亏损很大，接近 74 亿美元，而 3 年半前购买 UBS 股份花费了 150 亿美元。"[14]

具有讽刺意味的是，阿杜伯利也是在 GIC 这位长期价值投资者购买 UBS 股份的同一时间开始其流氓交易的。要指出的重要一点是，两种损失都不是发生在隔夜。尽管流氓交易和价值投资完全不同，但是阿杜伯利和 GIC 的经理人看起来在某些方面类似。也就是说，两者都拒绝截断损失。阿杜伯利和 GIC 的经理人都有很多机会截断损失，而那时损失还很小。可以确定的是，UBS 的股价下跌与 2011 年 9 月曝出的阿杜伯利的流氓交易有很大关系。然而，那时股价已经远低于 GIC 买入 UBS 时的股价。

大型损失难以挽回。GIC 的经理人损失掉 50% 的投资，就需要 UBS

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的股价翻倍，才能使 GIC 达到盈亏平衡。鉴于 GIC 的经理人需要其投资组合中的股票翻倍，那么 UBS 的增长率要持续高企，才使其有理由继续持有。那么 GIC 要考虑的问题来了，上述可能性是否存在。

阿杜伯利的流氓交易和随之而来的 23 亿亏损被认为是丑闻性的，无论 UBS 是否存在管理层失职。然而，GIC 的损失是其 3 倍（相当于当时的每个新加坡人亏损掉 1560 美元），而且其损失并不具有争议。金融媒体和大众对待这两种损失也有差别，这让人困惑不已。更令人恐怖的情况是：就因为一个人，不可预料地违反了法律，就损失数十亿美元？[15] 因为领受高薪的专业人士运营的主权财富基金缺乏基本的风险控制，就损失数十亿美元？

沃伦·巴菲特和未来能源控股（EFH）债券

沃伦·巴菲特拥有非凡的成功投资记录，从 1965 年到 2011 年为伯克希尔 – 哈撒韦的持股者赚得了年化复利 19.8% 的收益。[16] 巴菲特先生被公认为是价值投资典范，不过他在商品市场的冒险更像是交易，而非投资。即便如此，投资和交易决策陷阱影响到每一位酌情决策型的交易者或者投资者，包括那些具有良好业绩者，比如巴菲特先生。细查巴菲特先生出现的决策失误，十分具有启发意义。让我们来看看下面这个案例。

2007 年下半年，沃伦·巴菲特买入一家电力公司，未来能源控股（EFH）价值 20 亿美元的垃圾债券。EFH 的偿债能力与天然气价格有关。天然气价格越高，EFH 偿债能力越强。天然气价格在 2008 年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年中之前急剧上涨，然后更急剧地下跌，以至于到 2008 年年底，天然气价格跌至巴菲特买入 EFH 债券时的天然气价格之下。价格持续下跌，但是巴菲特一直持有 EFH 债券。到 2012 年，形势非常黯淡，以至于巴菲特表示 EFH 债券头寸可能完全亏损掉。伯克希尔 – 哈撒韦因这一交易的失败而在前一年减记 10 亿多美元。[17]

在 2012 年 2 月 25 日致伯克希尔 – 哈撒韦股东的公开信中，巴菲特表示：

> “(EFH) 偿债能力将迅速枯竭，除非天然气价格持续上扬。不过，结果表明，我在购买该债权时整体上错估了收益 / 亏损概率”。[18]

美国 20 世纪 70 年代以来的天然气井口价格如图 11-1 所示，来自美国能源部能源信息管理局。

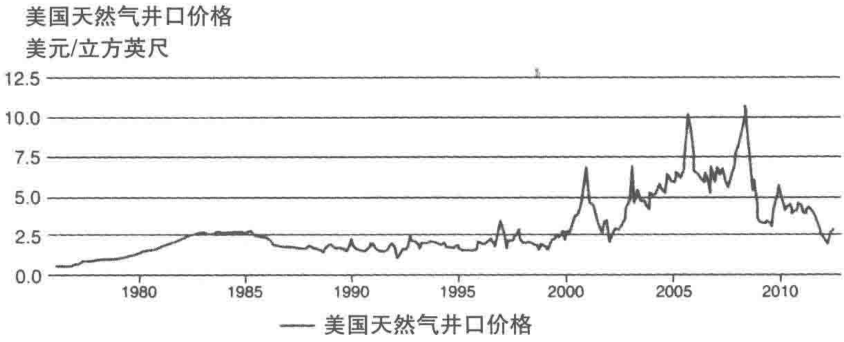


图 11-1　美国 20 世纪 70 年代至 21 世纪头十年初期天然气井口价格走势

巴菲特在 2007 年下半年买入 EFH 债券的决定当时是个好决定。当时天然气的价格一如巴菲特之前预期的那样大幅飙升。价格在 2008

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年年中时一度达到 14 美元 / 百万 BTUs（英制热量单位）的高峰，但自此开始了一段长期的跌势。事实上，截至 2008 年第三季度，天然气的价格已经跌至巴菲特购买债券时的水平，当年后期进一步下跌。持有债券当时已经不再是个好决定。

天然气价格持续下跌，大幅低于巴菲特致信股东的价格，在信中巴菲特警告说 EFH 债券可能进一步亏损。然而，不管怎么样，巴菲特选择什么也不做。EFH 的流动性不强，任何时候抛售巴菲特的整个 EFH 头寸都很可能进一步打压价格。然而，巴菲特也不需要在流动性不强的市场抛售其债券。他本可以做空天然气期货，或者购买 EFH 信贷违约掉期，以限制伯克希尔 – 哈撒韦在本项投资上进一步的亏损。

2012 年天然气期货价格持续上扬，但是可能不足以确保 EFH 完全偿债。沃伦·巴菲特无疑是世界上最成功的价值投资者之一，但他在年度公开信中承认，伯克希尔 – 哈撒韦的股东面临了非常真实的且不必要的 EFH 债券投资打水漂的前景。很明显，巴菲特很早就应该截断亏损，或者对冲其风险敞口。他没有这样做很让人困惑，但与损失规避是一致的。讽刺的是，对价值投资者而言，技术分析很有可能让巴菲特走出 EFH 债券头寸的困境，因为此前天然气期货价格下跌趋势很明显，现货价格也于 2008 年开始下跌。

交易经验

亏损是交易过程中的必然部分。每一个交易者都会经历亏损的交易。交易者如何应对亏损和亏损的交易，在决定交易成功方面扮演重要的角色。我们一起梳理一下本章的案例对交易者有什么教训可言吸取。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

未能截断亏损

首要的就是遵循古老的交易箴言：截断亏损。基库·阿杜伯利像每一个流氓交易员一样，在职 UBS 时未能做到这一点。更令人惊奇的是，GIC 的投资经理人也未能做到这一点。类似地，巴菲特在处理伯克希尔 – 哈撒韦在 EFH 垃圾债券投资方面，也未能做到这一点。让损失规避影响交易决策的危险会影响到每一个酌情决策型的交易者。交易者要限制资本在某些押注上，若让资金深陷在亏损的头寸上，将提前失去将资本投资于其他地方的机会。在《金融怪杰》的采访中，吉姆·罗杰斯强调了这一点："当我们耗尽资金的时候，就要关注一下投资组合，然后抛掉看起来最没有吸引力的项目。"[19] 当下，要理解罗杰斯这句话，重点在于，他说的是"最没吸引力的"而非"亏损的头寸"。也就是说，如果一个更具吸引力的机会被发现了，那么即使赚到钱的头寸也要被平掉。

交易者还要限制盯盘的时间。监控亏损的交易，希望市场反转，会浪费时间和资本，它们本可以用于挑选并投资于具有盈利潜力的交易上。

未能让利润奔跑

遵循本章开始时提及的交易箴言十分必要，其中就有"让利润奔跑"。如果每年只有几笔交易就占据了大多数的交易盈利（正如许多高度成功的交易者所主张的那样），那么让利润奔跑就是至关重要的。那些少数"超级交易"带来的盈利将更多地冲抵许多其他交易带来的亏损，这些"其他交易"看起来大有前途，但最终没有成功。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

交易盈利很少直线增长。相反，它们是随着市场的波动而上下震荡——在这个过程中使得浮动盈利处于风险之中。传奇交易者保罗·都铎·琼斯二世将其称作“获利痛苦”。结利是非常诱人的，在早期抵御住这一点非常困难，尤其是在盈利开始随着市场持续运行而波动的时候。然而，如果你要让利润奔跑，你就有必要这样做。

看看 EFH 债券的例子。事后证明，天然气期货价格于 2012 年 4 月达到低点 1.90 美元左右，然后急剧上涨，但仍然低于巴菲特 2007 年购买 EFH 债券时的天然气价格。天然气期货价格的上涨是否支持巴菲特继续持有 EFH 债券？不尽然。如果狭窄危险的山间小路限速 30 公里 / 小时，而你开到了 90 公里 / 小时，还活了下来，是不是意味着你没掉到悬崖峭壁下面去，所以你就开得很安全？ EFH 债券头寸的价值与天然气价格有关。如果天然气价格上涨，债券才可能得到全部偿付；如果天然气价格持续低于巴菲特进场时的价格，那么债券很可能会违约。巴菲特眼看着价格上涨超过 14 美元 / 百万 BTUs，又眼看着价格跌至 1.9 美元 / 百万 BUTs。巴菲特在警告股东他们可能完全亏掉 EFH 债券的投资后，天然气的价格还是进一步下跌了 25%。2012 年 4 月之后的天然气价格上涨并不是锦上添花——它只是金玉其外败絮其中。2012 年 4 月之后的天气价格上涨展示了一个交易者面临的危险现实：市场是个不平衡的大师。市场并不总是惩罚让亏损增加的人——有时候它还会奖励错误。有些时候，亏损者也会走运，市场不断反弹，给他们机会将原本亏损的单子不亏损出场。问题在于，市场并不总是这样——这种运气使交易者形成的坏习惯鼓励人们去违反基本的交易规则。

你要对此保持警惕，避免成为处置效应的牺牲品，处置效应就是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

过早退出盈利头寸但持有亏损头寸。有时，持有流动性不强的头寸也会发生处置效应。1998 年老虎基金曾是世界上最大的对冲基金，管理资金超过 200 亿美元。其创始人为朱利安·罗伯逊（Julian Robertson），这是又一位获得巨大成功的投资家，其业绩记录令人妒忌。老虎基金允许其投资者在收到每月通知后可以赎回资本。尽管站在投资者的角度这一点很好，但是如果许多投资者在同一时间都要赎回，就会引发挤兑。1998 年年中，该基金持有大量日元空头头寸和美国航空多头头寸。1998 年 10 月份日元头寸引发巨大损失，促使投资者赎回。要达到这么大的资金量要求，该基金就要卖掉其他资产。相比而言，要想更容易地做到这一点，它就要平掉流动性更强的证券头寸。而如果这样的话，投资组合的剩余资产将主要集中在流动性不强的证券上。相应地，如果它们将来面临其他赎回要求，这些流动性不强的证券被卖出时，可能引发更多亏损。该基金于 1999 年对公众关闭。

类似地，锚定入场价格，将其看得极为重要，会促使许多投资者为了赚取零收益或者极小收益而承担大型亏损的潜在风险。你的头寸进场以后，你在哪里进场并不重要，重要的是你能在哪里出场。

未能倾听市场

亏损是市场告诉你“你错了”的信息，但许多交易者未能倾听市场。他们未能截断亏损，也未能识别价格变化的潜在交易信号。比如，许多市场技术分析人士和成功的交易者都认为，在 EFH 债券的例子中，下降的天然气价格就是天然气期货价格可能进一步下跌的信号。正如古老的交易箴言所言，“趋势是你的朋友”。有些成功的交

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

易者采用的是偏向基本面的方法，他们可能认为，下降的天然气价格是供应增加所致。是否认为过去的市场价格表现出蕴含有关未来价格方向的交易信号，取决于你自己，选择也在于你自己。也许，毫无意外的是，作为非凡的价值投资者，巴菲特选择的是忽略这样的交易信号，并继续持有其 EFH 债券多头头寸。

许多成功的交易者在经历亏损时降低交易规模。如果亏损过大的话，有些人会停止交易一段时间。重要的是他们倾听市场。

优势，相关的基本面信息是大多数市场参与者获得不了的。杰瑞·帕克（Jeny Parker），奇瑟比克资本公司创始人，而且是传奇交易者理查德·丹尼斯（Richard Dehnis）和威廉姆·埃克哈特（William Eckhardt）培训出来的最成功的“海龟”，曾经说到 1990 年原油市场最重要的基本面因素是萨达姆·侯赛因入侵科威特的决定。[20] 这一决定导致原油价格呈现爆炸式上涨。除了萨达姆及其朋友之外，大多数的市场参与者是不知道的。然而，油价在入侵行动之前就已经上涨。这导致杰瑞·帕克和其他趋势追踪者进场做多原油，尽管当时推动油价上涨的大多数基本面消息直到萨达姆·侯赛因入侵科威特后才被世人所知。

弄混交易信念和滞留交易

在押注某一市场前，你应该有交易思路和交易计划。许多交易者弄混了对交易思路正确性的信念与滞留交易的区别。只是因为确信某笔交易基于一个好的思路，并不意味着即便你亏钱了也要继续持有。你要倾听市场。一笔交易出现亏损，并不意味着你的交易思路必然是错的，可能只是因为时机不对，你总还有机会再进场。比如，保

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

罗·都铎·琼斯因提前预测到 1987 年 10 月的股票市场崩盘和 20 世纪 80 年代末的日本股市泡沫将结束而名声大噪。然而鲜为人知的是，琼斯多次做空日本市场，而且亏损多次，之后他的交易思路才被证明是正确的。琼斯最终成功了，因为他在之前做空日本股市时限制了亏损，而在日本股市开始下跌时他让利润奔跑。

过度杠杆

本章前面摘录于《巴伦周刊》的故事提到，许多小型外汇交易者都体验过令人遗憾的亏损，这体现了过度杠杆的危险性，尤其是与窄幅的止损订单联系在一起时。文章提到，高于 3/4 的小型交易者亏损。在这个例子中，窄幅的止损订单不利于高度杠杆化的小型交易者，外汇市场的频繁、波动意味着大多数的交易者会被止损出场——因此大部分的交易会亏钱。这意味着，对大多数小型交易者而言，要生存下来，时机很重要。简单地说，小型交易者可能只有在曾经有过相当的盈利后，才能抵御得了特定数额的亏损。大部分小型交易者在其交易生涯早期承受不了太大亏损。

交易规模太大

与过度杠杆紧密相连的另外一个问题是合理的交易规模。许多人出于英雄主义或者其他理由对于交易规模有较大渴望（也就是交易大型头寸）。这可以解释为什么许多投资者热衷于交易廉价股（penny stocks）[1]，这些股票头寸看起来很“大”。简单地说，许多小型交易者从其有限的资本来看，其交易的头寸过大。其实，并不是只有通过交

[1] 直译为“美分股”，指的是价格极其便宜的股票。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

易大额头寸才能赚到大钱。你只需要在某段时间内做对即可。合理交易规模的经验之谈是，如果出现亏损，你不担心你的头寸。

当用不了大型杠杆时，更容易产生交易过大头寸的问题。有时，这种情况就发生在期货市场，因为最低交易规模是 1 手，以至于交易 1 手也需要大量的保证金。有些成功的交易者将单笔交易的规模限制在资本的 1% 之内，避免在单次押注上投入过大。[21] 许多小型的交易者难以做到这一点。比如，一位小型交易者的风险资金是 1 万美元，而且想交易期货。若利用 1% 的规则，那么这位交易者每笔期货交易的风险就不应该超过 100 美元。这对大多数期货品种来说，实在是太少了。事实上，对于某些品种来说——比如波动较大的股指期货——初始保证金要求就得让这位交易者拿出所有的风险资金，才能开立 1 手期货头寸。这也体现出，有限的资金很容易频繁地引发不足的多元化，并导致交易规模不合理。

交易过于频繁

交易就有成本，过大的交易成本能且必将大幅降低交易盈利。尽管不能为了避免发生交易成本就不交易，但不过度交易也很重要。场内交易的危险之一，就是看着不断变化的交易可能诱导交易者在没有什么好理由的情况下，为了“干点什么”就交易。类似的危险也降临在日内交易者身上，他们眼睛盯着电脑，显示器上价格不断波动。你应该只在有理由交易时才进场。不要只是因为你有能力交易就交易。吉姆·罗杰斯心口直快地说：“任何人都可以学到的有关投资的最好规则之一是什么都不做，完全什么都不做，除非有事可做。”[22] 如果你交易过于频繁，即使是较低的交易成本也会成为你的负担。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你是想正确，还是想富有

交易者容易踏入的另外一个危险境地，是渴望让市场展示自己有多聪明。许多交易者希望市场证实，他们是对的，如果市场不是这样表现的，他们就不愿意退出其头寸，直到自己看到胜利的曙光。如果你想赚钱，市场总是“对的”。你可能确信市场将朝某一个方向运行——但除非市场真的朝这个方向运行了，否则你都是错的。而且当市场真的朝这个方向运行，并不是你“对”；只是市场恰好与你一致而已。所有的交易者都应该自问两个问题：第一，我为什么交易？正确的答案是“为了赚钱”；第二，我是想富有，还是想正确？聪明的交易者肯定会选择前者。

未能拥有可靠的交易计划

要形成截断亏损并让利润奔跑的纪律可能相当困难，但是只有纪律还不够。许多交易做得不好，是因为交易者缺乏良好的交易计划，他们只是匆忙交易。这些交易者并不清晰地知道他们的优势在哪里，还会因为机会来临时未能识别出来而错过。

未能遵循可靠的交易计划

有些交易者可能拥有良好的交易计划，但就是不能遵循。老话说得好，“计划你的交易，交易你的计划”。不要奢望每笔交易都赚钱，即使你的思路正确。你要计划好亏损，而且最好的方式是定下最小化亏损的方法是什么。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

进场理由不存在时仍然滞留在场

进场的理由是否仍然存在？巴菲特在买入 EFH 债券之前可能有交易或者投资思路。尽管我们不可能知道促使巴菲特 2007 年下半年买入 EFH 债券的整个思维过程，但是他很可能获得了相对安全的收益（债券是以折扣价买入的，据报道收益达到 11.2%），风险也是小的，巴菲特也预期到了天然气价格对债券的影响。[23] 可以确定的是，巴菲特应该在出现巨大亏损时平仓出场。无论如何，当进场的理由不存在时，他应该退出债券交易。2008 年下半年天然气价格的急剧下跌意味着，当初进场的一个主要理由已经不存在了。即使是获得了大幅盈利的交易也是有生命周期的。当市况变化时，你的策略也要适应它。

再强调一次，这不是要批评巴菲特的投资勇气。不想赶上他长期投资业绩的人才傻。我们只是想说，即使高度成功的投资家也会犯下代价高昂的错误。

错误的交易与亏钱的好交易

一定要清楚亏钱但正确的好交易与错误的交易之间的区别。比如，一只股票从 25 美元上涨至 30 美元的概率是 0.5，下跌 10 美元的概率是 0.5，如果买入的话，就是笔错误的交易，因为预期价值为 –2.5 美元（0.5 × 5 美元 +0.5 ×（–10 美元））。反之，一只股票从 25 美元上涨至 75 美元的概率是 0.5，下跌 14 美元的概率也是 0.5，如果买入的话，就是笔正确的交易，因为预期价值为 18 美元（0.5 × 50 美元 +0.5 ×（–14 美元））。如果最终事实上股价从 25 美元跌至 11 美元，没有从 25 美元上涨至 75 美元，并不意味着这笔交易是错误的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

毕竟，下跌至 11 美元的概率也是 50%。你不能奢望所有时候都赚钱。然而，如果股票逐渐跌至 11 美元，而且有大量机会可以出场，那么此时继续持有头寸就是错误交易，因为你没有截断亏损。

另外一种情况也值得一提：交易者在 25 美元 / 股时买入 1000 股，股价下跌 14 美元 / 股，然后待股价上扬时于 26 美元就早早出场，假设当股票有 50% 概率上扬至 75 美元。这仍然是笔错误的交易，即使基于先验这是笔正确的交易。有时，你做的最差的交易可能是赚钱的。你赚了 1000 美元，但忽略了交易成本，你还用为了 1 美元而冒险 14 美元。如果你对了就赚 1 美元，错了就亏 14 美元，这样的赌注你会押吗？答案依赖于两者情况发生的概率。如果预期亏损低于预期收益，你可能会交易。如果两种结果的概率一样，你肯定不应该押注。不幸的是，在潜在风险高于潜在收益的押注上，许多交易者愿意交易。还有些交易因为交易错误，而将正确的交易变成错误的交易。在这些情况下，交易者爆仓也就不足为奇了。

你要在进场前对潜在交易进行评估，并在进场后对实际的交易进行评估。潜在的交易要在进场时有理有据（有正向的预期收益）。还有一点很重要，那就是你要意识到，所有的交易都是基于概率的博弈。尽管进场前概率应该有利于你，但你不要奢望在所有时候都获胜。完美一点说，事后亏损的交易应该都是潜在正确的交易，虽然事后是亏损的，但这是概率决定的。在实际操作中，某些盈利的交易可能因为你交易的方式问题而成为错误的交易。如果你做交易时，潜在盈利被截断，但承担过大风险，那么以后发生巨大亏损就只是时间问题。一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

笔交易的潜在盈利越低，你就不得不进行更多的交易以利用上你认为的优势。这对只拥有有限资金的小型交易者而言是个潜在的问题。你能熬过亏损期吗？理想的状态是，你不仅想进行具有正向预期价值的交易，还想这些交易最终都使你获利。

交易者从亏损的交易中学到的东西最多。将赚钱的交易作为对“交易思路正确”的确认，是一种自然的思维。然而，事实上可能是这样，也可能不是这样。事实是，有些超出你控制，或者更重要的是，有些超出你所了解到的因素引发了行情的飙升和狂跌。当然，在你赚钱的时候，庆祝运气降临并将其归因于自己技高一筹看起来无伤大雅。但是如果再犯两次同样的错误，你可能就要被扫地出门了。尽管没人喜欢亏损，但亏钱也有好处。亏钱的交易将促使你估量犯错之处。从过去的错误中学习，对于在将来避免再次犯错是有很大价值的。尽管赚钱的交易应该能推动你发现自己做对之处，但你未必总是能发现。为了从错误中学到教训，你要公平、诚实地看待你所有的交易。

尾　注

1. Baer, J. and F. Guerrera, “Goldman Faces Legal Bill of $3.4 bn.” *Financial Times*. March 2, 2011. http://www.ft.com/intl/cms/s/0/fe935720-4434-11e0-931d-00144feab49a.html#axzz2AROtog6c.

2. Baer. J., “Goldman Beats Its Record for $100-m Plus Days.” *Financial Times*. March 2, 2010. http://www.ft.com/intl/cms/s/0/88f2cee4-2598-11df-9bd3-00144feab49a.html#axzz2AROtog6c.

3. Thomas Peterffy World Federation of Exchanges Keynote Speech. October 12,

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2010. http://www.futuresmag.com/2010/10/12/thomas-peterffy-world-federation-of-exchanges-keyn?page=2.

4. The study examines HFT firms in the e-mini S&P 500 stock index futures markets during August 2010. The HFT firms pursue a range of trading strategies. The authors report that HFT firms made $23 million in aggregate profits from that market alone and had Sharpe ratios ranging from 3 to 20 with a median Sharpe ratio of 4.5. Baron, M., J. Brogaard, and A. Kirilenko, "The Trading Profits of High Frequency Traders," Princeton University working paper, November 2012.

5. Baron, M., J. Brogaard, and A. Kirilenko, "The Trading Profits of High Frequency Traders." Princeton University working paper, November 2012.

6. Bary, A., "Pitfalls of the Currency Casino." *Barrons*, April 9, 2011.

7. *Ibid*.

8. Trading derivative securities becomes a negative sum game when transaction costs are included.

9. Barber, B. and T. Odean, "Boys Will be Boys: Gender, Overconfidence, and Common Stock Investment." *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 116, No. 1, February 2001, pp. 261–292.

10. Liu, Y-J., C-L. Tsai, M-C. Wang, and N. Zhu, "House Money Effect: Evidence from Market Makers at Taiwan Futures Exchange." April 2006. Available at SSRN: http://ssrn.com/abstract=891564 or http://dx.doi.org/102139/ssrn.891564.

11. Kahneman, D. and A. Tversky, "Prospect theory: An analysis of decisions under risk." *Econometrica*. Vol. 47 (2), 1979, pp. 263–291.

12. Jenkins, P., M. Murphy, B. Masters, and K. Burgess, "Singapore Fund Hits at UBS 'Lapses.'" *Financial Times*. September 20, 2011. http://www.ft.com/intl/cms/s/0/2f91e7a2-e380-11e0-8f47-00144feabdc0.html#axzz2AROtog6c.

13. Wu, Z. and N. Ismail, "GIC to Hold Citi, UBS Stakes for Many Years Tan Says." *Bloomberg News*, January 30, 2011. http://www.bloomberg.com/news/2011-01-30/gic-plans-to-hold-on-to-citigroup-ubs-stakes-for-many-years-tan-says.html.

14. Jenkins, P., M. Murphy, B. Masters, and K. Burgess, "Singapore Fund Hits at UBS 'Lapses.'" *Financial Times*. September 20, 2011. http://www.ft.com/intl/cms/s/0/2f91e7a2-e380-11e0-8f47-00144feabdc0.html#axzz2AROtog6c.

15. Kweku Adoboli was convicted of fraud and sentenced to seven years in prison in November 2012. *Reuters News*, "UBS Trader Jailed for Seven Years in $2.3

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Billion Fraud." November 20, 2012.

16. Buffet, W. Annual letter to shareholders. http://www.berkshirehathaway.com/letters/letters.html.

17. Buhayar, N., "Buffet Says Energy Future Bet At Risk of Being Wiped Out." *Bloomberg News*. February 27, 2012. http://www.bloomberg.com/news/2012-02-27/buffett-says-energy-future-bond-bet-at-risk-of-being-wiped-out.html.

18. Buffett, W., Annual letter to shareholders, February 25, 2012.

19. Schwager, Jack, *Market Wizards*. New York: Simon & Schuster, Inc. 1989. Interview with James B. Rogers, Jr., pp. 305.

20. Richard Dennis and William Eckhardt called participants in their famous trading training program "turtles"—hence the term "turtle trader."

21. It is also important to ensure that the trades are not highly correlated with each other. Otherwise, you do not obtain diversification benefit. Highly correlated trades essentially are one trade.

22. Schwager, Jack, *Market Wizards*. Interview with James B. Rogers, Jr., pp. 286.

23. On December 3, 2007, *CNN Money* reported that Buffett "purchased $1.1 billion of 10.25% bonds at 95 cents on the dollar to give Buffett an effective yield of 11.2%. And Berkshire bought $1 billion of 10.5% PIK-toggle bonds (bonds whose interest can be paid out in cash or more bonds) for 93 cents on the dollar, producing an effective yield of 11.8%." [The bonds are scheduled to mature in November 2015.] Eavis, P., "Buffet Buys $2B in TXU bonds." *CNN Money*, December 3, 2007. http://money.cnn.com/2007/12/02/news/companies/buffett.fortune/index.htm.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

SHOCK MARKETS

|第 12 章|

如何制订交易计划

"计划你的交易，交易你的计划。"

——交易箴言

"正是我对博弈的态度变化成为对我来说最重要的东西。它一点一点地让我知道了押注于价格波动和预期不可避免的上涨和下跌走势的区别，让我知道了赌博和投机之间的区别。"

——杰西·利弗莫尔（Jesse Livermore）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在大众的想象中，识别交易机会比风险控制更为重要。然而，大多数成功的交易者与此观点相反。在你开始交易之前，你应该首先清楚你的交易优势，因为弄清楚你的相对优势是什么，将有助于判断你是什么类型的交易者。你还应该弄清楚你做出交易决策的方法是什么。你是酌情决策型交易者，还是一位系统交易者？你是一位基本面交易者，还是一位技术面交易者？了解并控制你自己是最重要的，因为你控制不了市场。

交易优势和交易者类型

理想状态下，你想在一笔交易中投入多少资金？零。理想状态下，你想在一笔交易上承担多大的风险？零。你希望你的交易给你带来多少盈利？理想状态下，你希望它们能有多大就多大。理想状态下，你想只持仓一瞬间。套利是零风险、零投资的投资机会。它是完美的交易类型。不幸的是，真正的套利机会已经相当少见。你不可能在完美化的世界里交易。相反，你要面对各种各样的潜在交易机会，这些交易机会又夹杂不同程度的风险。缩减你的潜在交易清单至更少的一些交易，部分程度上取决于你的交易优势和交易者类型是什么。

交易优势

在你进场交易前，要自问你的交易优势是什么？如果有的话，相对于其他交易者来说，你的优势是什么？交易优势的备选项包括：更快的反应时间，更好的技术，信息不对称（你拥有别人不具有的信息），更低的交易成本，以及更好的分析。大多数交易者在更好的分析

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

方面拥有（或者认为他们拥有）优势，也就是说，有能力以不同于其他人的方式看懂市场。你的优势可能存在于对某些领域更好的理解。比如，你可能更擅长理解政治人物、决策者或者监管者会如何在特定条件行事，或者法院会怎么审某个案子。这些情况对某些交易而言极端有价值，但对其他交易就没什么用处了。然而，你不必什么时候都交易。你应该只在自己有优势的时候才交易，如果在其他情况下还交易就如同赌博了。

交易者类型

交易者类型的划分可以依据交易品种（也就是股票或者期货之类），识别和界定潜在交易时机的方法（技术面分析或者基本面分析），或是做出交易决策的类型（酌情决策型交易或者系统交易）。

在判断自己是什么类型的交易者时，请考虑你的个性特点、资金、风险程度以及专长。

交易观点来自于交易思想。你的交易思想可能正确，也可能错误。比如，你可能认为，美联储创造出过度的货币已经引发债券泡沫，泡沫即将破裂，推动债券价格和美元急剧下跌，商品价格将急剧上涨。那么下一步就是根据这个思路交易。如果你是系统交易者，你的程序会给你做交易。如果你是酌情决策型交易者，你就要基于一种又一种情况决定执行什么交易。无论你属于什么类型的交易者，在你交易之前，你都要有一套交易计划。此外，无论对错，你都要有一套盈利和亏损的退出策略。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

制订交易计划

成功的交易计划应该为市场冲击做好准备，但是利用市场冲击不需要成为可靠交易策略的首要关注点或者核心。事实上，对许多交易者而言，追踪趋势才是首要的。有些策略寻求最小化波动或者风险。有些策略寻求从波动中获利，并且有更高的风险程度。无论你的风险程度是多少，形成一套交易计划并坚持之，才是成功交易的关键所在。正如老话所说："计划你的交易，交易你的计划。"

形成交易计划的一个好方法是考虑交易决策过程的几个主要方面：交易思想，交易机会识别，交易甄选，交易执行，监控交易和应急预案，交易完成和交易评价。

交易思想和交易机会识别

第一步是判断出即将发生什么。这个阶段是形成你的交易思想，并识别潜在交易机会。交易思想是你进场交易的基础理由。如果你没有交易思想，就不要交易。你应该有能力告诉自己：

> "我认为市场正上行/下行，因为____和走势可能在____内（时间段）发生。"

如果最终你说的是"市场正在上行，因为我看到网上的一篇文章，或者听到传闻，或者今天就是感觉良好"，那么就保持怀疑态度，继续关注市场吧。

拥有一个相对粗略的进场理由，并不意味着交易就会失败。你可

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

能是对的（很可能是巧合），但你的判断以及为下一步所做的计划很可能有问题。当你单纯地基于传闻或者网上文章开始交易时，退出交易在心理上可能更为困难。

对“接下来会发生什么”所做的回答并没有标准答案，比如认为“比索在 2 个月内将大幅贬值的概率是 30%”就是一个交易思路。我们操作于一个概率的世界里，确定性非常稀少。那么，接下来的问题就是，你怎么利用已经存在的情势获利？

交易甄选

假设存在了基本的思路，接下来你要找出最好的方式，根据基本思路展开行动。此时会有可以做的许多交易，也会有交易单一事件的许多方式。接下来就是挑选可能性最高和风险最低的交易。当然，“低风险”对不同交易者而言是不同的。

交易甄选的一个分支是市场认知。了解市场对交易甄选至关重要。正如本书之前所讨论的那样，那些只关注 2012 年第三季度苹果盈利指标的人会非常意外，因为财报公布时，苹果的股价下跌了。尽管营业收入高于苹果的预期，但是低于分析师们的预期，因此股价下跌超过 4%。

在股票、货币、债券——任何市场——你都要了解预期是什么、被市场“消化”了的是什么。即使是 100% 的具体交易思路可能也是无用的，因为它已经被市场消化过了。除了要了解被市场消化过的信息，弄清楚大盘市场的整体情势，对交易甄选也非常重要。

熊市或者牛市的具体情况影响市场反应的幅度和持续时间、规模和预期的持续时间。这同样适用于市场情绪。当利好降临熊市，涨势

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

可能短暂，幅度也小于平均幅度。当利空消息降临牛市，跌势可能短暂，幅度也可能小于平均幅度。

交易品种选择

市场价格对某一冲击的预期反应影响到我们对交易品种的选择。比如，如果你认为某一股票可能上涨，你可以买入看涨期权，或者直接买入股票。你的选择体现了不同的风险水平和潜在收益。类似地，美国就业形势报告可能会同时不同程度地影响到股票、债券和外汇市场。判断出哪一个品种受到的影响最大，对于最大化收益十分重要。其他重要的因素还包括流动性和地缘政治风险。流动性方面，如果你不能轻易地进场或出场，代价会更高，盈利性也会受损。在第 3 章中的一个有趣案例中——设计 Palm 和 3Com 公司，这个例子展示了进场和从做空中获利的偶尔困难性。

地缘政治风险有时影响着你用哪种方法从某一刺激中获利的问题。比如，有些欧洲政府威胁，要打击那些抛售自身并不拥有的主权债，或者买入了主权信用违约掉期但并不拥有标的主权债券（裸多信用违约掉期头寸）的投机者。这一威胁为投机者创造了又一个风险。鉴于政府威胁对并不持有主权债券的信用违约掉期买方采取行动，有兴趣从欧洲主权债务危机中获利的投机者可能选择做空欧元。

交易规模

甄选完了交易，你还要确定交易的规模，以决定投入多大的头寸。规模大小取决于数个因素，包括交易者的风险偏好程度，但基本

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

上还是取决于你对这笔交易的信心程度。它还取决于交易的风险大小。如果这笔交易高度地有利于你，你可以开立更大的头寸，反之亦然。概率越有利于你，你开立的头寸就可以越大。

持仓长短

你要做的另一个决定就是预期的持仓时间，或者说你预期持有头寸多长时间。如果你是趋势交易者，那么只要趋势持续，你就可能一直持有。如果你是利用市场冲击进行交易，那么持仓长短将主要取决于影响持续的时间。也就是说，到底要多长时间之后才能实际发生你认为即将发生的事情？

风险控制——止损

请考虑下面这个思维试验。房间里有一个炉子，你不知道它热不热。你认为它是凉的，并把手放到炉子上试试是不是凉的。事实上炉子非常热。你会把手放在热炉子上面多长时间？你会等到手被烧着吗？你会等到受不了疼才收手吗？你会等到闻到烤肉味才能意识到是自己的手被烤了吗？你会等到炉子凉下来，证明你当初认为的“炉子是凉的”这个说法是正确的吗？或者，你还是赶紧把手缩回来？把手硬生生地放到热炉子上不动，能不能真切地展示你是个“坚持到底”的人？损失是市场给犯错的交易者强加的痛苦。损失是市场告诉你“你错了”的一个信号。倾听市场吧。这与训练不同，你不必为了从交易中获利而非得经历痛苦；而且与训练恰恰相反的是，你在一笔交易上经历的痛苦越大，你获得盈利的可能性越

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

小。交易的风险资本很重要。在一笔交易上让损失蚕食本金，意味着你用于其他更具盈利潜力的交易的资金会更少。在人生的许多方面，坚持你的立场是个令人尊敬的特质；但在交易上，这样做可能是致命的。

就像你的大脑会立刻向你的手传送消息，告诉你从热炉子上缩回来一样，你需要一套机制，帮助在你犯错时限制你的损失。有一种机制就是止损订单。买入止损（buy stop）设置于你的空单进场价位之上，卖出止损（sell stop）设置于你的多单进场价位之下。买入止损要在进场位多高的位置，或者卖出止损要在进场位多低的位置，是个重要的决策。若止损距离入场位太远，那么一旦市场走势不利于你，就会引发太大的亏损，就不能给你提供保护。窄幅止损（太靠近你的入场位）可能会使你太频繁地止损出场，因为市场总是会上下震荡。请记住，如果你被止损出场，你总能再次进入。

然而，在闪电崩盘中，止损订单可能招致巨大的亏损。请看下面的例子。

2008 年，联合大陆航空（UAL）受虚假的破产传闻影响，日内下跌 76%。股价稍后反弹，当日收盘下跌 11%。很容易想象某些长线投资者设置的止损位置，比如 20% 的跌幅。理论上，这些投资者应该在当日收盘时比没有设置止损订单的投资者多亏损 9%（股票收盘下跌了 11%）。事实上，他们亏损得更多，因为止损订单是执行在市场价格。止损得到了执行，但并非执行在止损订单的位置。如果价格急剧下跌，并未在止损价格交易，那么你就会在新的、更低的市场价格止损出场，而非你设置的止损价格。在如此急剧的跌势

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

面前，这些投资者可能卖在下跌 76% 的价位上——当日只能眼睁睁看着价格反弹而无计可施。此外，在 UAL 闪电崩盘期间进行的交易都未被交易所取消。止损在大多数情况下有确保你截断亏损的好处——因此它们相当有价值。然而，在少数情况下，它们可能招致巨大的亏损。

拥挤交易

拥挤交易很重要，因为交易的拥挤特点基本上会改变风险 / 回报比率。可以确定的是，每笔交易都有两方，因此一定有人站在对立面，但是在拥挤交易中，市场中的头寸可能具有“羊群思维”的特点。因此，反向的价格走势一旦出现，可能引发其他持仓者的出逃。当惊慌的卖出（或者买入）订单冲击市场时，拥挤交易可能更难以盈利出场。拥挤交易的雪球效应，直线爬升（或者下跌）——“每个人都在买入（卖出）这只股票”——掩饰了危险。容易进，容易出。交易越是拥挤，一旦大家在同一时间出逃时，潜在的反应越是大。

拥挤交易有可能突然反向地向你运行。这增加了额外的风险，你必须要考虑到这一点。进一步来说，如果你能预测到顶部或者底部的话，它们也是大型的机会所在。

相关押注

交易中多元化十分必要。你要确保你的交易是真正独立的押注，而非只是一个巨大的押注。这在外汇交易中尤其是个问题。比如，如果你看跌美元，预期商品货币会上涨，分别押注加元和澳元，其实是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

同一个押注。再强调一次，我们的基本观点是在进场前就做好多元化的准备。

风险偏好/风险规避

在2010～2012年间，金融市场主要受到风险偏好和风险规避情绪主导。在风险偏好时期，投资者倾向更具风险的头寸。在风险规避时期，投资者热衷于转向安全资产。这导致市场价格产生快速的变化。弄清楚市场到底是风险偏好型的还是风险规避型的，对于理解哪种资产会升值，哪种资产安全，哪种资产该被避开是十分重要的。

交易执行

在甄选了最好的交易机会后，接下来要决定以何种最好的方式执行。如果你要买入，你怎样才能进到最低价格（或者如果你要卖出，你怎样才能进到最高价格）？你要逢低买入吗（或者逢高卖出），还是要尽快地进场，以抓住迫在眉睫的走势？

界定进场时机比界定出场时机更为困难，因为如果你的头寸正在亏钱，那么单凭这一点就足以支撑你早早退出。识别出开立头寸的最佳时机更为困难。你要列出这些问题，比如是否要一次性开立完毕，还是逐步开仓。有盈利的头寸的出场时机可能也是个问题，因为你不知道最终的收益到底有多大。

在利用市场冲击进行交易的时候，遇到这种情况，问题可能会少一点；如果预期效果短暂，你的持仓时间就要短。当市场冲击创造出

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一段趋势时，出场问题就又会出现。

监控交易和应急预案

为了确保你的计划持续有效，而且如果无效的话，你的头寸不会恶化超过之前确定的出场位，那么监控你的交易和市场就是至关重要的了。你的交易计划要考虑到每一种应急情况。

听起来不难。基本上，一只股票无非三种情况：上涨，下跌，或者保持原来位置。你要为每一种可能性准备一个计划。许多交易者只想到盈利可能，或者只担忧损失，或者较为普遍的是，并未在股票不怎么波动或者朝相反方向运行的情况下，形成一套可以利用的策略。如果要明智地交易，你就需要一份考虑三种可能性的计划。

在这三种可能性背后，是一系列要做出的决策：如果股价上涨，你是否买入更多？如果买入，那么买多少？一般来说，你要避免金字塔加仓法——随着价格朝有利于你的方向持续运行，每次所加仓位都比前一次仓位大。何时退出？在你赚取了 10% 的收益后，你是否卖出（你之前是做多）？你要忍受亏损多久？在退出头寸前，你愿意承受多大的亏损？如果股价下跌的话，你是否确信股价能反转，并因此买入更多？

交易完成和交易评价

交易完成和评价（希望）是很有意思的一部分工作，如果你从市

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

场中掘到金子的话。有时候你会损失一些。然而，如果你正确地遵循你的交易计划，损失也是可控的。无论你在市场中赚钱了还是亏钱了，重要的是评估一下自己之前做得对还是不对。

回顾一下，仔细想想走过的每一步。

你的交易思想是否正确？如果正确，而且你还亏了钱，那么问题可能在执行、时机把握，或者交易方法上。如果交易思想错误，要核查一下为什么事情与你预期的不同。

你是否甄选了正确的交易？如果选择另一笔交易，你是否会赚到更多的钱？如果选择另一笔交易，你是否会赔得更少？即使你的交易赚到了钱，也要检查一下在同等或者更低的风险水平下，另外的交易是否能赚到更多。

如果你甄选的就是最好的交易，那么你是否正确地执行了？如果正确地执行了，你是否监控了交易？是否为出现亏损、盈利或者市场无变化等情况准备了应急预案？你的应急预案是否现实？你是否把止损设置得过紧？你是否把止损设置得过宽？如果你被止损出场，你是否在行事有利于你初始交易的情况下再次进场了？你之前是否有能力克服了保罗·琼斯提到的“获利痛苦”并持有了赚钱的交易，还是你在小有盈利的情况下就早早结利出场，之后眼睁睁看着不久以后就翻倍？你是否为了等待股价翻倍，回吐了赚到手的50%收益？你是否持仓太久？

要在赚钱的交易和亏钱的交易上花一样多的时间。你应该自问，你的交易业绩多大程度上是靠运气，多大程度上是靠交易技巧或者概率事件。即使是一笔赚钱的交易，也未必是你做得最好的交易。有可

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

能的情况是，你错过了大部分的走势，或者未能关注市场情绪，导致你回吐部分收益。检查一下你为什么赚钱，或者为什么赔钱。迫使自己检查交易的方法之一是保留一份及时记录的交易日志。一份良好的交易日志应该列出进场的理由（以及之前确定的出场点），列出出场的理由。这些信息使你诚实地评价你的交易业绩。

市场价格走势传达的信息

对交易者来说，市场对冲击的反应包含了重要信息，对利好消息反应平平，应该让你对市场情绪有所思考。利空消息也是这样。在交易上，你总能得到来自市场传达的消息，告诉你你的决定是否正确。关键的经验就是倾听市场。

你要观察的另外一件事是，市场对新消息的反应是否有速度上的差别。比如第 4 章所提及的那样，有时候电子游戏产业一些可能推动市场的消息比其他产业会更缓慢地消化到股票市场中来。类似地，第 2 章讨论了 CME 股票对美国司法部的公开信消息延迟做出了反应。

市场冲击发生后交易

市场冲击后交易，需要以不同于市场冲击发生前的角度来看待。比如，以美国月度就业形势报告为例，消息出来后，你已经知道发生了什么，也观察到了市场的即刻反应是什么。相关联的问题是，这个

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

消息将持续影响市场多久？在许多情况下，利用这个消息交易都已经太晚了。然而，市场很少直上直下，或者保持原地不动。这提供了额外的交易机会。此时一个相关联的问题是，市场是否对消息过度反应了，或者是否对消息反应不足，因为这将决定押注的方向，并可能对预期的价格走势幅度和持续时间提供参考。利用市场冲击进行交易时，不仅冲击很重要，冲击之后也很重要。

冲击：常规和非常规

你可以利用常规性的消息事件或者能被轻易预测出来的消息事件进行交易，只要在事件发布前开立头寸即可。非常规性的事件更难于交易，而且根据其特点，可能要更长时间的持仓。因此交易规模应该要小一些。当然，如果收益分布有利于你，且风险较低，规模可以适当放大。老话说："不要把鸡蛋放到同一个篮子里。"但这未必适用于风险较小但收益巨大时。

所有的潜在交易都要放置于市场形势和市场情绪的框架内考量。

交易格言

除了制定交易计划，其他重要的原则也整体上适用于交易。

控制你自己，因为你控制不了市场

市场不可能被控制，至多能被预测，而且即使如此，一般准确率

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

也较低。你可以做出反应，也能做好计划，但是对市场形成不了大的气候，因此你要控制你自己。

尽管大众文化中充斥了大量虚张声势的交易商，以及在分分钟内通过一些看似愚蠢简单的押注就赚取数百万美元的画面，但现实更为平凡单调。大多数交易者缓慢地积累和保护其财富。成功的交易者并不是在赌博，赌博凭的是运气，但要承担不断积累的风险。

打造财富通常要耗费多年时间，但使其灰飞烟灭可能只需要几分钟。控制，尤其是损失控制，是成功交易的关键所在。

先求胜而后战，不要先战而后求胜

拉里·海特在《金融怪杰》中做了精彩的阐述。他提到，在任何博弈情况下，你都要分析到头寸优势。他颇有说服力地表示：[1]

> "投机者可以选择只在概率有利于自己的时候才押注。"

简单地说，你不一定非要交易，因此你应该仅当自己有优势的时候才交易。正如海特所讲，这才是你作为交易者或者投资者的优势所在。

在概率有利于你之前，不要做任何事，也不应该做任何事。

你可以选择你自己的战斗，选择那些你可能会赢的。

比如，你在速度上赢不了机器，所以就不要白费力气了。在你发现想做的交易之前，一直等待。当时机适合你的资金操作，才当机立断勇敢放手去做。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

限制风险——不要限制回报

如果风险未被考虑周到，回报就无从谈起。这是个明显但被低估的概念，也是个你不能忽略的概念。大型彩票游戏给赢家带来令人艳羡的回报。2012年年初的美国百万大博彩累计头奖奖金达到6.4亿美元。[2] 英国的一对夫妇在欧洲百万乐透彩票大奖中获得了1.41亿英镑。[3] 这可都是很大一笔钱啊。不过，你肯定没看过哪家对冲基金经理买过彩票（至少公开地）。为什么这样？因为每张彩票的预期收益非常低。除非是在极端少见的情况下，否则买彩票就是一笔注定亏损的押注。尽管你可能在注定亏损的押注中偶尔会赚到些钱，但是统计数据早晚会赶上。每个人都知道彩票，就像轮盘赌或者老虎机，是个人玩家的吸血机。

然而，许多交易者做不到将这些常识融入他们的交易策略中。

只想着回报，却不仔细地评估风险，引发了“买高卖低”的行为。有时，衡量风险较为困难——但是请问，为什么要交易呢？如果你对要投资的东西都搞不清楚，不清楚你要承担的风险，那还做它干吗？

交易者容易陷入的另外一个陷阱是不能在市况发生变化后重估风险。即使你对风险的初始估计是正确的，市场也通常会变化。不能适应新的风险状况并改变策略也是个致命的缺陷。

一开始大有前途的交易可能迅速式微下来——这是真实的交易生活。改变策略并适应它并不可耻。你不放手而一直持有亏损的头寸才是真正有缺陷的策略。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

此外，你还要不断认识当下的市场状况和市场情绪，因为它们可能影响交易的预期收益大小、持仓时间以及止损位置的设置。

从过去中学习——但不要活在过去

要从错误中学习，但不要沉浸其中。要弄清楚错误是如何一步步让你走到现在这种境地的，但不要透过过错的“镜子”看待你未来的交易机会。

在任何时候，问题都应该是：基于我当前的状况，我怎么才能赚到钱？问题不应该是：我们怎么做才能弥补以前犯下的错误？如果你交易时身处不正确的情绪状态，那就休息一下。记住，你所拥有的最大优势是，在市场最有利于你的时候，你能自由进出市场。

许多面临亏损的交易者往往动弹不得，不能做出清晰的决策。我亏了 20%，我心情不爽，我亏钱了。很有趣，这些交易者主要关心的都是些不相关，至少是非正能量的事实。看上去你是亏钱了，但你目前处在当下，时间上你再也回不去了，可你还拥有你拥有的东西，啥也没少，啥也没多。但是如果你任由过去的损失笼罩你的思维，压制你未来行动的决断能力，你还真就会少点儿什么。多关注如何基于当前状况赚到钱，而不是整天想着“要是当初怎么样了，就赚多少了”。交易，根据其特点来说，就是对未来的押注。从过去中学习非常有价值——但深陷其中就毫无意义了。

市场中没有殉道者——只有伤亡人士

限制你的亏损。再强调一次：限制你的亏损。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

持有头寸等待解套，因交易亏损就萎靡不振，因为对亏损心存恐惧就心理瘫痪——这些都是走向破产的最佳路径。亏钱的时候，咬紧牙关，承认自己错了，保护好自己的本金，换个方式再战。市场当中没有殉道者，只有伤亡人士。你永远不会因为主动增加了自己的亏损而得到市场的奖赏。事实上，有能力承认自己错了，是成为优秀交易者的标志。

用你亏得起的钱冒险

如果你亏不起那么多，就不要每次押注那么大。否则，这不仅会让你和你的家庭身处财务风险之中，还是个错误的交易策略。这是因为，对亏损的恐惧会影响你的决策，你交易中的每一步都会受到干扰。

埃德·塞柯塔（Ed Seykota），一位著名的交易者认为：

> “风险管理的本质是：用你亏得起的钱冒险，而且要充分地冒险，这样每次盈利才有一定的意义可言。没有这笔风险资金，就不要玩。”[4]

有希望不代表有计划

如果你开立了一笔交易，说“我希望股票今天上涨”，那么请你赶紧离场。希望不是交易计划。你可能希望你的计划是有效的，但是没有计划的希望其实只是个有害无益的障碍。

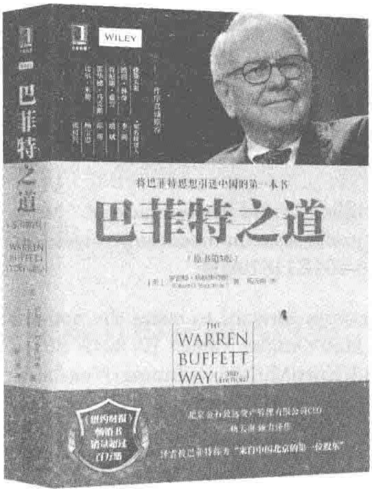
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

尾 注

1. Schwager, J. D., *Market Wizards*. New York: Simon and Schuster, 1989, Interview with Larry Hite, page 183..
2. "Mega Millions Makes History with $640 Million World Record Jackpot." Mega Millions. March 30, 2012. http://www.megamillions.com/mcenter/pressrelease.asp?newsID=4AA5E778-C8B7-48AF-A9B8-201E11810209.
3. Stevens, J., "£148m! British ticket holder comes forward to claim the nation's second-biggest EuroMillions payout ever." *Mail Online*. August 10, 2012. http://www.dailymail.co.uk/news/article-2186843/EuroMillions-winners-Numbers-come-mystery-Brit-wins-second-biggest-payout-jackpot.html.
4. Covel, M. W., *Trend Following: Learn How to Make Millions in Up or Down Markets*. Upper Saddle River, New Jersey: FT Press, 2009, pp. 63.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

推荐阅读



巴菲特之道（原书第3版）

作者：罗伯特·哈格斯特朗 ISBN：978-7-111-49362-4 定价：59.00元

将巴菲特思想引进中国的第一本书

认真研读本书的价值不亚于巴菲特的午餐！

彼得·林奇、肯尼斯·费雪、霍华德·马克斯、约翰·博格等投资大家作序真诚推荐

金石资产CEO杨天南倾力译作

译者被巴菲特称为“来自中国北京的第一位股东”

查理·芒格的智慧：投资的格栅理论

作者：罗伯特·哈格斯特朗 ISBN：978-7-111-49646-5 定价：49.00元

解读“巴菲特背后的巨人”查理·芒格的格栅思维

探讨与投资智慧相关的物理学、生物学、社会学、心理学、哲学、文学领域

橡树资本主席霍华德·马克斯、《与天为敌》作者彼得·伯恩斯坦等推荐阅读

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

推荐阅读

序号	书号	书名	作者	定价
1	30250	江恩华尔街45年（珍藏版）	（美）威廉 D. 江恩	36.00
2	30248	如何从商品期货贸易中获利（珍藏版）	（美）威廉 D. 江恩	58.00
3	30247	漫步华尔街（原书第9版）（珍藏版）	（美）伯顿 G. 马尔基尔	48.00
4	30244	股市晴雨表（珍藏版）	（美）威廉・彼得・汉密尔顿	38.00
5	30251	以交易为生（珍藏版）	（美）亚历山大・埃尔德	36.00
6	30246	专业投机原理（珍藏版）	（美）维克托・斯波朗迪	68.00
7	30242	与天为敌：风险探索传奇（珍藏版）	（美）彼得 L. 伯恩斯坦	45.00
8	30243	投机与骗局（珍藏版）	（美）马丁 S. 弗里德森	36.00
9	30245	客户的游艇在哪里（珍藏版）	（美）小弗雷德・施韦德	25.00
10	30249	彼得・林奇的成功投资（珍藏版）	（美）彼得・林奇	38.00
11	30252	战胜华尔街（珍藏版）	（美）彼得・林奇	48.00
12	30604	投资新革命（珍藏版）	（美）彼得 L. 伯恩斯坦	36.00
13	30632	投资者的未来（珍藏版）	（美）杰里米 J.西格尔	42.00
14	30633	超级金钱（珍藏版）	（美）亚当・史密斯	36.00
15	30630	华尔街50年（珍藏版）	（美）亨利・克卢斯	38.00
16	30631	短线交易秘诀（珍藏版）	（美）拉里・威廉斯	38.00
17	30629	股市心理博弈（原书第2版）（珍藏版）	（美）约翰・迈吉	58.00
18	30835	赢得输家的游戏（原书第5版）	（美）查尔斯 D.埃利斯	36.00
19	30978	恐慌与机会	（美）史蒂芬・韦恩斯	36.00
20	30606	股市趋势技术分析（原书第9版）（珍藏版）	（美）罗伯特 D. 爱德华兹	78.00
21	31016	艾略特波浪理论：市场行为的关键（珍藏版）	（美）小罗伯特 R. 普莱切特	38.00
22	31377	解读华尔街（原书第5版）	（美）杰弗里 B. 利特尔	48.00
23	30635	蜡烛图方法：从入门到精通（珍藏版）	（美）斯蒂芬 W. 比加洛	32.00
24	29194	期权投资策略（原书第4版）	（美）劳伦斯 G. 麦克米伦	128.00
25	30628	通向财务自由之路（珍藏版）	（美） 范 K. 撒普	48.00
26	32473	向最伟大的股票作手学习	（美）约翰・波伊克	36.00
27	32872	向格雷厄姆学思考，向巴菲特学投资	（美）劳伦斯 A. 坎宁安	38.00
28	33175	艾略特名著集（珍藏版）	（美）小罗伯特 R. 普莱切特	32.00
29	35212	技术分析（原书第4版）	（美）马丁 J. 普林格	65.00
30	28405	彼得・林奇教你理财	（美）彼得・林奇	36.00
31	29374	笑傲股市（原书第4版）	（美）威廉・欧奈尔	58.00
32	30024	安东尼・波顿的成功投资	（英）安东尼・波顿	28.00
33	35411	日本蜡烛图技术新解	（美）史蒂夫・尼森	38.00
34	35651	麦克米伦谈期权（珍藏版）	（美）劳伦斯 G. 麦克米伦	80.00
35	35883	股市长线法宝（原书第4版）（珍藏版）	（美）杰里米 J. 西格尔	48.00
36	37812	漫步华尔街（原书第10版）	（美）伯顿 G. 马尔基尔	56.00
37	38436	约翰・聂夫的成功投资（珍藏版）	（美）约翰・聂夫	39.00

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

推荐阅读

序号	书号	书名	作者	定价
38	38520	经典技术分析（上册）	（美）小查尔斯 D. 柯克帕特里克	69.00
39	38519	经典技术分析（下册）	（美）小查尔斯 D. 柯克帕特里克	69.00
40	38433	在股市大崩溃前抛出的人：巴鲁克自传（珍藏版）	（美）伯纳德·巴鲁克	56.00
41	38839	投资思想史	（美）马克·鲁宾斯坦	59.00
42	41880	超级强势股：如何投资小盘价值成长股	（美）肯尼思 L. 费雪	39.00
43	39516	股市获利倍增术（珍藏版）	（美）杰森·凯利	39.00
44	40302	投资交易心理分析	（美）布雷特 N. 斯蒂恩博格	59.00
45	40430	短线交易秘诀（原书第2版）	（美）拉里·威廉斯	49.00
46	41001	有效资产管理	（美） 威廉 J. 伯恩斯坦	39.00
47	38073	股票大作手利弗莫尔回忆录	（美）埃德温·勒菲弗	39.80
48	38542	股票大作手利弗莫尔谈如何操盘	（美）杰西 L. 利弗莫尔	25.00
49	41474	逆向投资策略	（美）大卫·德雷曼	59.00
50	42022	外汇交易的10堂必修课	（美）贾里德 F. 马丁内斯	39.00
51	41935	对冲基金奇才：常胜交易员的秘籍	（美）杰克·施瓦格	80.00
52	42615	股票投资的24堂必修课	（美）威廉·欧奈尔	35.00
53	42750	投资在第二个失去的十年	（美）马丁 J. 普林格	49.00
54	44059	期权入门与精通（原书第2版）	（美）爱德华·奥姆斯特德	49.00
55	43956	以交易为生II：卖出的艺术	（美）亚历山大·埃尔德	55.00
56	43501	投资心理学（原书第5版）	（美）约翰 R. 诺夫辛格	49.00
57	44062	马丁·惠特曼的价值投资方法：回归基本面	（美）马丁·惠特曼	49.00
58	44156	巴菲特的投资组合（珍藏版）	（美）罗伯特·哈格斯特朗	35.00
59	44711	黄金屋：宏观对冲基金顶尖交易者的掘金之道	（美）史蒂文·卓布尼	59.00
60	45046	蜡烛图精解（原书第3版）	（美） 格里高里·莫里斯、赖安·里奇菲尔德	60.00
61	45030	投资策略实战分析	（美） 詹姆斯·奥肖内西	129.00
62	44995	走进我的交易室	（美）亚历山大·埃尔德	55.00
63	46567	证券混沌操作法	（美）比尔·威廉斯、贾丝廷·格雷戈里-威廉斯	49.00
64	47508	驾驭交易（原书第2版）	（美）约翰 F. 卡特	75.00
65	47906	赢得输家的游戏	（美）查尔斯·埃利斯	45.00
66	48513	简易期权	（美）盖伊·科恩	59.00
67	48693	跨市场交易策略	（美）约翰 J. 墨菲	49.00
68	48840	股市长线法宝	（美）杰里米 J. 西格尔	59.00
69	49259	实证技术分析	（美）戴维·阿伦森	75.00
70	49716	金融怪杰：华尔街的顶级交易员	（美）杰克D. 施瓦格	59.00
71	49893	现代证券分析	（美）马丁 J.惠特曼、费尔南多·迪兹	80.00
	13303	巴菲特致股东的信	（美）沃伦·巴菲特	38.00

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

接受风险是成为交易者的代价，而

锁定风险 发

比尔·冯
枫叶金融集团董事会主席
特许金融分析师（CFA）协会
研究基金会副主席

本书是交易实践与金融理论的完美结合。它充分利用现实生活中的例子，告诉我们经常提出问题的重要性：除了市场表象和你的盈亏之外，你还应该了解什么。

皮特·马修
PJM Capital 管理合伙人

通过讲述很多有趣的极端市场事件，这本书告诉我们，真实的交易比旧理论假设的有效市场要危险得多！现实的市场往往混乱无序，充满了大大小小的市场冲击，有时还会引发剧烈的市场走势。如果缺乏合理的风险管理措施，这些“黑天鹅”会把投资者推向绝地。书中有关风险防范的阐述使本书成为交易必读之书。

米歇尔·凯纳
Sandglass Capital
Management 创始人

不管你是新手还是行家，是交易员还是投资者，这本书都算得上是一部“交易圣经”。此书将复杂的经济理论应用于资本市场，却以通俗易懂的方式讲解给广大读者。作者解析了一个金融从业者应该怎样利用各种黑天鹅事件带来的机会，并提供了一系列计划避免其中的陷阱。我向那些想更好地理解市场规律、想提高交易技巧的专业人士和投资者推荐此书。

杰里·帕克
Chesapeake Capital创始人

这本书适合当下，非常有价值。在阅读中我常常感到震惊和豁然开朗，研读此书使我的交易规则被重新审视并得以提升。

PEARSON
www.pearson.com

PEARSON
ALWAYS LEARNING ALWAYS LEARNING ALWAYS LEARNING

投稿热线：(010) 88379007
客服热线：(010) 68995261 88361066
购书热线：(010) 68326294 88379649 68995259

华章网站：www.hzbook.com
网上购书：www.china-pub.com
数字阅读：www.hzmedia.com.cn

上架指导：证券/投资

ISBN 978-7-111-52180-8

9 787111 521808 >

定价：59.00元